

## Der Euro: ökonomische Auswirkungen und Herausforderungen: die Wirtschafts- und Währungsunion als integraler Währungsraum

Hishow, Ognian

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

**Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP)

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hishow, O. (2006). *Der Euro: ökonomische Auswirkungen und Herausforderungen: die Wirtschafts- und Währungsunion als integraler Währungsraum*. (SWP-Studie, S 17). Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik -SWP- Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-263577>

### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

### Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

## **SWP-Studie**

Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale  
Politik und Sicherheit

*Ognian N. Hishow*

# **Der Euro: Ökonomische Auswirkungen und Herausforderungen**

Die Wirtschafts- und Währungsunion als  
integraler Währungsraum

S 17  
August 2006  
Berlin

**Alle Rechte vorbehalten.**

Abdruck oder vergleichbare  
Verwendung von Arbeiten  
der Stiftung Wissenschaft  
und Politik ist auch in Aus-  
zügen nur mit vorheriger  
schriftlicher Genehmigung  
gestattet.

© Stiftung Wissenschaft und  
Politik, 2006

**SWP**

Stiftung Wissenschaft und  
Politik  
Deutsches Institut für  
Internationale Politik und  
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
[www.swp-berlin.org](http://www.swp-berlin.org)  
[swp@swp-berlin.org](mailto:swp@swp-berlin.org)

ISSN 1611-6372

# Inhalt

- 5 Problemstellung und Schlussfolgerungen
- 7 Die Einheitswährung:  
Wirtschafts- und integrationspolitische  
Überlegungen
- 10 Ist die Wirtschafts- und Währungsunion  
ein integraler Währungsraum?
- 21 Der Euro im Praxistest: Realer Wechselkurs,  
Realzins und China-Schock in der Wirtschafts-  
und Währungsunion
- 25 Schlussbemerkungen:  
Eine andere Geldpolitik oder Strukturwandel  
durch Reformen
- 28 Abkürzungen



**Der Euro: Ökonomische Auswirkungen und Herausforderungen.**

**Die Wirtschafts- und Währungsunion als integraler Währungsraum**

Nach dem vorläufig gescheiterten Verfassungsvertrag, dem enttäuschenden Lissabon-Zwischenergebnis und der Debatte über die Aufnahme der Türkei in die Europäische Union (EU) gerät nun die Bilanz der gemeinsamen Währungspolitik in den Ländern der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zunehmend ins Kreuzfeuer der Kritik. Entgegen den Vorhersagen der Befürworter der Einheitswährung ist in der Eurozone die Wirtschaft langsamer gewachsen als in der EU insgesamt, auch die Arbeitslosenrate ist nicht signifikant zurückgegangen. Das legt die Vermutung nahe, dass die volkswirtschaftlichen Kosten des Euro seinen Nutzen noch überwiegen und infolgedessen seine politische Akzeptanz sinken könnte. Im Ergebnis dürfte der Ruf nach einer Einschränkung der geldpolitischen Autonomie der Europäischen Zentralbank (EZB) laut werden. Dies hätte aber ungünstige Konsequenzen für die innere und äußere Geldwertstabilität der gemeinsamen Währung.

Die wichtigsten Probleme, mit denen die Wirtschafts- und Währungsunion konfrontiert ist, sind zusammengefasst folgende:

- ▶ *Wachstumsschwäche in den Kernländern der Eurozone:* Die Wirtschaftsleistung in den einzelnen geographischen Teilen der EU entwickelt sich unterschiedlich, wobei die Wachstumsverlangsamung im Zentrum etwa zeitgleich mit der Einführung der gemeinsamen Währung einsetzte.
- ▶ *Inflationsdivergenz:* Einige kontinentale Mitgliedsländer wie Deutschland, die Niederlande und Belgien, die rund die Hälfte der WWU-Wirtschaftsleistung erbringen, verzeichnen geringere Inflationsraten als zahlreiche andere Teilnehmer. Diese Inflationsdivergenz steht im Kontrast zur Entwicklung der Nominalzinsen in der WWU, die sich bereits Ende der neunziger Jahre stark angenähert haben.
- ▶ *Realzinsdivergenz:* Der jeweilige Realzins in den Ländern ergibt sich aus dem einheitlichen Leitzins der Europäischen Zentralbank (EZB) abzüglich der aktuellen Inflationsrate. Wachstumspolitisch bedeutet dies, dass der einheitliche Leitzins der EZB

den großen Volkswirtschaften zu hoch, vielen kleinen Ländern dagegen zu niedrig ist.

- Die WWU ist noch kein integraler Währungsraum (IWR). Ein IWR liegt erst dann vor, wenn die beteiligten Volkswirtschaften schnell und ohne signifikante Nachteile – wie Dauerarbeitslosigkeit und/oder verschleppte Rezession – auf Änderungen des ökonomischen Umfeldes reagieren, das heißt diese *symmetrisch absorbieren* können. Solche Änderungen werden als *exogene Schocks* bezeichnet; typische Beispiele sind Dollarkursschwankungen, Rohstoffpreiserhöhungen und Wettbewerbsdruck aus Niedriglohnländern.

Um der Währungs- und Wirtschaftsunion zu einer positiven Kosten-Nutzen-Bilanz zu verhelfen, müssen eine Reihe wirtschaftspolitischer Fragen auf der Ebene der Mitgliedsländer geregelt werden. Die Einheitswährung impliziert, dass die Wachstums- und Beschäftigungsprobleme innerhalb der WWU nicht primär geldpolitisch, sondern vor allem durch Struktur-reformen in den Teilnehmerländern zu lösen sind: Die weitere Integration der Produktmärkte, die Kapitalmobilität begünstigen, muss ebenso gefördert werden wie die grenzüberschreitende Arbeitskräfte-wanderung. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ist so zu flexibilisieren, dass für die Schuldenquote des Gesamtstaates lediglich die Obergrenze von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts gilt. Im einzelnen bedeutet das:

- Die weitere Integration der Güter- und Dienstleistungsmärkte, das heißt die Überwindung der oft politisch motivierten Segmentierung des EU-/WWU-Marktes in nationale Märkte (»nationale Champions«) fördert einen höheren Synchronisationsgrad der Konjunkturzyklen der teilnehmenden Volkswirtschaften. Synchrone Zyklusverläufe reagieren im integralen Währungsraum direkter und ohne Zeitverzögerung auf geldpolitische Impulse der gemeinsamen Notenbank.
- Kapitalmobilität sorgt für bessere Absorption von Nachfrage- oder Angebotsschocks durch die beteiligten WWU-Volkswirtschaften: Durch schnelles Bereitstellen oder Abziehen von Kapital können wachstumsschädliche Schwankungen der Gesamtnachfrage besser aufgefangen werden. Die bisherigen Fortschritte in der Schaffung eines gemeinsamen europäischen Kapitalmarkts sind durch weitere Schritte zur Öffnung und Integration des wichtigen Segments für Konsumenten- und Hypothekenkredite sowie durch die Schaffung einer europäischen Zentralbörse für umsatzstarke Aktien

von substanzstarken großen, international bekannten und weltweit bedeutenden Unternehmen (Blue Chips) fortzusetzen.

- Im Policy-Mix der Währungs- und Wirtschaftsunion spielt die Arbeitsmarktpolitik eine zentrale Rolle: Grenzüberschreitende *Arbeitsmigration und flexible Arbeitsmärkte* unterstützen das Funktionieren der gemeinsamen Währung. Exogene Schocks, die ein Überangebot an Arbeit in einem Land oder einer Region bewirken, können durch Abwanderung von Arbeitskräften in andere Länder und Regionen abgemildert werden. In Sektoren unter Wettbewerbs- bzw. Globalisierungsdruck kann Lohnmoderation mit positiven Beschäftigungseffekten verbunden sein. Lohnzuwächse im Dienstleistungssektor, die geringer ausfallen als jene im – meist produktiveren – industriellen Sektor, sind hilfreich für mehr Beschäftigung in der WWU.
- Anstelle der Geldpolitik kann die *nationale Fiskalpolitik* bei exogenen Schocks ausgleichend wirken. Voraussetzung ist allerdings eine antizyklische Haushaltspolitik, bei der in der Aufschwungphase Haushaltsüberschüsse erzielt werden. Das ist erforderlich, um gleichzeitig das Verschuldungskriterium des Stabilitäts- und Wachstumspaktes einzuhalten. Andernfalls wirkt dieser Pakt im Abschwung prozyklisch.

## Die Einheitswährung: Wirtschafts- und integrationspolitische Überlegungen

Seit der Umstellung des Zahlungsverkehrs in den Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion auf die gemeinsame Währung (1999) und der Einführung der Euroscheine und -münzen (2002) sind einige Jahre vergangen. Dennoch ebbt die Diskussion über die damit verbundenen Kosten und den Nutzen für die beteiligten Volkswirtschaften nicht ab. Zahlreiche Studien widmen sich den Auswirkungen der Gemeinschaftswährung seit ihrer faktischen Einführung. Einen vorläufigen Höhepunkt der Kritik stellt eine Studie der Londoner Großbank HSBC dar, wonach die einheitliche Geldpolitik der Europäischen Zentralbank auf eine Reihe von Ländern wachstumshemmend wirkt.<sup>1</sup> In dieser Studie werden die Vor- und Nachteile eines Austritts insbesondere Italiens, aber auch Deutschlands und der Niederlande abgewogen.

Alles in allem tendiert die gegenwärtige Diskussion zu der Schlussfolgerung, dass die Einheitswährung die in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllt hat. Zugleich sind gelegentliche, jedoch medienwirksame Äußerungen über einen Austritt bestimmter Länder aus der Eurozone ein Hinweis darauf, dass die Gründe für die Einführung des Euro oft missverstanden und mit Politikerwillkür verbunden werden. Dabei wird häufig übersehen, dass der Euro eine notwendige Konsequenz des langfristigen – politisch gewollten – europäischen Integrationsprozesses ist: Die Währungs- und Wirtschaftsunion ergibt sich zwangsläufig aus der ökonomischen Logik verschiedener europapolitischer Entscheidungen und Beschlüsse. Insbesondere die Idee des europäischen Binnenmarktes mit seinen vier Freiheiten, und hier vor allem des freien Kapitalverkehrs, hat eine wesentliche Weichenstellung in Richtung Euro bedeutet. Gleiches gilt für das von einigen Mitgliedsländern angestrebte System fester Wechselkurse untereinander, um den gemeinsamen Handel berechenbar und kostengünstiger zu machen. Als diese Entscheidungen einmal gefallen waren, haben sie eine sogenannte »unversöhnliche Dreifaltigkeit« in monetären Angelegenheiten hervorgebracht; sie bedeutet den gegenseitigen Ausschluss von

1. liberalisiertem Kapitalverkehr,
2. Wechselkursbindung und
3. autonomer Geldpolitik durch nationale Notenbanken.<sup>2</sup>

Es war daher zwingend, dass die an weiterer wirtschaftlicher Integration interessierten Partnerländer die Geldpolitik für eine Einheitswährung an eine zentrale Einheitsnotenbank übertrugen. *Insofern ist die gemeinsame Währung – unabhängig von jeglichen Kosten-Nutzen-Diskussionen – ein unvermeidliches Produkt des europäischen Integrationsprozesses.*

Institutionell wurde die Diskussion über die Einheitswährung 1990 mit dem Bericht der EU-Kommission, der den symbolträchtigen Titel »One market, one money« trägt, auf der Ebene der EU zum Abschluss gebracht.<sup>3</sup> In diesem Bericht sind die voraussichtlichen Kosten und der Nutzen der Einheitswährung ausführlich erläutert, wobei den Anpassungsmechanismen breiter Raum gegeben wurde. Die einzelnen Schritte zur formalen Einführung der gemeinsamen Währung haben eine längere Vorgeschichte; ein Kernelement war das 1979 in Kraft getretene Europäische Währungssystem (EWS). Am 1. Januar 1999 wurden mit dem Übergang zur dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion die Wechselkurse der Teilnehmerstaaten unwiderruflich festgelegt und im Verlauf des Jahres 2002 der Umlauf nationaler Banknoten zugunsten des Euro endgültig eingestellt.

Ein solch einschneidender währungspolitischer Schritt bringt freilich Risiken mit sich, aber auch Chancen für Wachstum, Beschäftigung und Einkommen, die in der Kommissionsstudie »One market, one money« ausführlich behandelt wurden. Als signifikante Effekte des Euro werden häufig die Senkung der Handelskosten durch Abschaffung der Umtauschprozedur genannt. Hinzu kommt die Verringerung

1 Robert Prior-Wandesforde/Gwyn Hache, *European Melt-down?*, London: HSBC Bank, Global, Research, Juli 2005 (Macro European economics).

2 Paul Krugman, »The Return of Depression Economics«, in: *Foreign Affairs*, (Januar/Februar 1999), <<http://www.foreignaffairs.org/19990101faessay952/paul-krugman/the-return-of-depression-economics.html>>.

3 »One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union«, in: Commission of the EC, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 44, Oktober 1990.



**Tabelle 1**

**Konvergenz der Nominalzinsen\* in der WWU:  
Zinsspread zu Deutschland, Prozentpunkte (gerundet)**

	1981	1985	1990	1995	2000	2003
Griechenland	7,60	8,80	11,30	10,10	0,80	0,20
Italien	10,50	7,30	3,40	5,30	0,30	0,20
Belgien	3,30	4,00	1,30	0,60	0,30	0,10
Österreich	0,50	0,80	0,0	0,20	0,30	0,10
Portugal	9,90	20,70	6,70	4,60	0,30	0,10
Frankreich	5,80	3,90	1,20	0,60	0,10	0,0
Finnland	2,30	5,70	4,60	1,90	0,20	0,0
Großbritannien	7,20	5,70	1,40	1,40	0,20	0,0
Irland	7,20	5,70	1,40	1,40	0,20	0,0
Niederlande	2,10	0,30	0,20	0,0	0,10	0,0

\* Schuldverschreibungen der jeweiligen Regierung mit einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren.

Quelle: EU-Kommission, Directorate General, Economic and Financial Affairs (DG, EcFin), *European Economy*, Nr. 6/2004, Statistical Annex, Tabelle 50.

der Kapitalkosten von hochverschuldeten Teilnehmerländern aufgrund der Zinskonversion im gemeinsamen Währungsraum. Tatsächlich zeigt der volkswirtschaftlich wichtige Indikator der Zinshöhe seit etwa zehn Jahren eine klare Tendenz zur Vereinheitlichung (siehe Tabelle 1).

Aus ökonomischer Sicht liegt die entscheidende Änderung durch die WWU im Wegfall des nominalen Wechselkurses als Anpassungsinstrument: Denn im System flexibler Wechselkurse bewirken nationale Güter- und Faktorpreisänderungen Kursbewegungen der nationalen Währungen. Eine Einheitswährung bedeutet dagegen für die Teilnehmerstaaten, dass bei divergierender Wirtschaftsentwicklung – zum Beispiel durch national abweichende Inflations- und Wachstumsraten, Arbeitslosenquoten und unterschiedliche Spielräume der Fiskalpolitik – die Anpassung nicht mehr monetär, sondern nur noch realwirtschaftlich als Mengenanpassung erfolgen kann. Als weiterer Aspekt kommt hinzu, dass bei der Konstituierung im Maastricht-Abkommen die Stabilitätsperspektiven der künftigen gemeinsamen Währung im Vordergrund standen. Dies geschah auf besonderes Drängen von Ländern mit ausgeprägter Stabilitätskultur, denn wie jede andere Währung ist auch der Euro monetären und realwirtschaftlichen Einflüssen ausgesetzt.

Im Maastrichter Vertrag wurde der Europäischen Zentralbank (EZB) – in Anlehnung an das Modell der Deutschen Bundesbank – die vorrangige Aufgabe zugewiesen, die Preisstabilität zu sichern. Die Effizienz der EZB wird dadurch erhöht, dass sie Unabhängigkeit

von politischen Einflüssen genießt. Das Stabilitätsdenken hatte in einigen europäischen Ländern bereits Tradition. Zum einen konnte das Europäische Währungssystem als Währungsverbund der früheren EG dazu einen positiven Beitrag leisten. Zum anderen lag zwischen Deutschland, Österreich, den Niederlanden und später Frankreich jahrelang eine faktische Wechselkursbindung vor, was die Auswahl der Teilnehmerländer erleichterte.

Eine aktuelle Frage ist aber noch immer die nach dem Teilnehmerkreis: Eine konsequente Geldpolitik in der Eurozone setzt einen hohen Grad an realwirtschaftlicher Konvergenz der teilnehmenden Volkswirtschaften voraus. Sie bezieht sich auf die Gleichmäßigkeit ihrer wirtschaftlichen Entwicklung und die Fähigkeit, sich an veränderte ökonomische Rahmenbedingungen, wie zum Beispiel eine plötzliche Euroaufwertung, möglichst störungsfrei anzupassen – das heißt exogene Schocks symmetrisch zu absorbieren. Dazu muss insbesondere ein Auseinanderdriften der regionalen Produktivitäts- und Kostenentwicklung vermieden werden.

Unzureichende Konvergenz ist dagegen stabilitätswidrig. Sind nämlich die Inflationsrate oder die Staatsausgaben in einigen Ländern überdurchschnittlich hoch, müsste die Europäische Zentralbank mit einer Straffung des Geldangebots und dadurch mit steigenden Zinsraten für alle reagieren, worunter die stabilitätsbewussten Mitglieder leiden würden. Lässt die EZB

dagegen zu, dass die Geldmenge zu schnell<sup>4</sup> expandiert, droht ein weicher Euro – ebenfalls zum Nachteil der stabilitätskonformen Partner. Werden in der Geldpolitik hingegen keinerlei Kurskorrekturen vorgenommen, ist davon auszugehen, dass sich die regionalen Differenzierungsprozesse mit jeweils positiven und negativen Wachstums- und Beschäftigungseffekten nur noch weiter beschleunigen. Um den Bestand der Währungsunion politisch nicht zu gefährden, würde dann ein Finanzausgleich mit Transferzahlungen an alle Länder mit Anpassungsschwierigkeiten erforderlich werden. Die dadurch erhöhten Kosten der Währungsunion würden aber ihre politische Akzeptanz konterkarieren.

<sup>4</sup> »Zu schnell« bedeutet ceteris paribus, dass das Wachstum der Geldbasis dem BIP-Wachstum deutlich vorseilt.

## Ist die Wirtschafts- und Währungsunion ein integraler Währungsraum?

Während die Europäische Kommission mit dem Hinweis auf ein »win-win«-Ergebnis für die Währungs- und Wirtschaftsunion warb, belebte sich gleichzeitig die Auseinandersetzung über deren Für und Wider in den Mitgliedsländern und in akademischen Kreisen. Die Regierungen von Großbritannien und Dänemark behielten sich die Euro-Einführung durch sogenannte Opt-Out-Klauseln zunächst vor, während Schweden nach einer ablehnenden Volksabstimmung die Gesetzgebung bezüglich seiner Zentralbank bewusst nicht an die Bestimmungen des Maastricht-Vertrags angepasst hat. Da Schweden auch das Stabilitätskriterium eines spannungsfreien Wechselkurses nicht erfüllt, ist dort die Euro-Einführung derzeit faktisch ausgeschlossen. Dieses und die genannten anderen Länder betrachten das Preis-Leistungsverhältnis einer möglichen WWU-Teilnahme mit Skepsis.

Dagegen erhoffen sich die aktuellen und künftigen WWU-Teilnehmer Vorteile, insbesondere mehr Wachstum, Abnahme der Arbeitslosigkeit und Konsolidierung der Staatsfinanzen. Ökonomisch ist eine Währungs- und Wirtschaftsunion nur gerechtfertigt, wenn die makroökonomischen Kosten der Einheitswährung unter den makroökonomischen Kosten vieler Parallelwährungen liegen. Ferner müssen die Teilnehmerländer (WWU-Makroregionen) nach der Aufgabe einer eigenen Wechselkurs- und Geldpolitik alternative Anpassungsmechanismen einsetzen können. Erst dann liegt ein integraler Währungsraum vor, in dem exogene Angebots- und Nachfrageschocks keine dauerhaft retardierenden Effekte wie Wachstumseinbruch, Arbeitsplatzabbau oder Budgetkrise zeitigen. In einem optimal funktionierenden integralen Währungsraum wäre die Geldpolitik der WWU-Notenbank für alle teilnehmenden Partnerländer effizient und die geldpolitische Steuerung der Europäischen Zentralbank würde in den einzelnen Ländern eine ähnliche positive Wirkung entfalten: Der Leitzins der EZB entspräche dann in etwa dem volkswirtschaftlich optimalen, das heißt dem Gleichgewichtszinssatz der einzelnen WWU-Teilnehmer. Das wäre aber nur dann der Fall, wenn sich wichtige Indikatoren wie individuelle Inflationsraten, die BIP-Potentiallücke und die natürlichen

Arbeitslosenraten<sup>5</sup> in den Ländern angleichen. Wenn sie jedoch dauerhaft von Land zu Land divergieren, liegt es auf der Hand, dass die »One size fits all«-Geldpolitik in der Währungs- und Wirtschaftsunion nicht optimal sein kann.

Ein Vergleich der aus der Sicht der Europäischen Zentralbank und der Teilnehmerländer gewünschten Zinssätze zu Beginn der WWU und sechs Jahre danach macht deutlich, dass eine Harmonisierung des Zinsniveaus nicht erreicht wurde (siehe Graphik 1). Das ist nicht überraschend für den Startzeitraum der WWU, als sich die nationalen makroökonomischen Indikatoren der Länder trotz der in den neunziger Jahren einsetzenden Konvergenz noch deutlich unterschieden. Die für jedes Land ermittelten theoretischen Gleichgewichtszinssätze wichen Ende der neunziger Jahre klar voneinander und auch von der geldpolitischen Zielsetzung der EZB ab (Graphik 1, links). Allerdings haben die Divergenzen sechs Jahre später noch nicht merklich abgenommen – die nationalen Zinspräferenzen einerseits und die zinspolitischen Zielvorstellungen der EZB sind immer noch nicht im Einklang (Graphik 1, rechts).

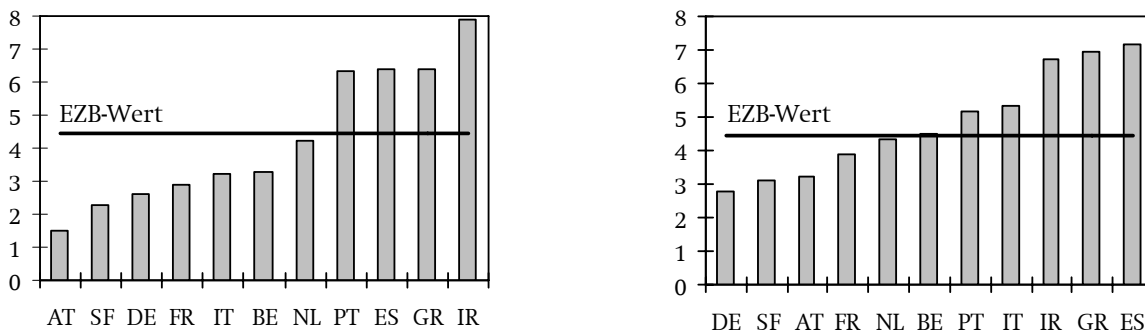
Der rechten Graphik ist zu entnehmen, dass sich auch 2005 der gleichgewichtige und daher wünschenswerte Leitzinssatz von Land zu Land immer noch markant unterscheidet.<sup>6</sup> Ferner machen die Divergenzen deutlich, dass der von der Europäischen Zentralbank verfolgte geldpolitische Kurs nur den Bedürfnissen einiger weniger WWU-Teilnehmer genügt – aktuell nur den Niederlanden und Belgien. Dabei handelt es sich um relativ kleine Volkswirtschaften, während die »Großen« nicht mit diesem Kurs harmonisieren.

5 Potentiallücke: Die Differenz zwischen dem tatsächlichen und größtmöglichen BIP in Prozent; Natürliche Arbeitslosenrate (NAR): Der Anteil der Erwerbspersonen, die aus organisatorischen (Fluktuation), strukturellen (Arbeitslosenunterstützung) oder institutionellen (Mindestlohn o. ä.) Gründen nicht beschäftigt sind, an allen Erwerbspersonen in Prozent. Die NAR kann nicht mit geldpolitischen Mitteln beeinflusst werden.

6 Eine leichte Tendenz zur Konvergenz kommt in der 2005 kleiner gewordenen Standardabweichung von 1,44 gegenüber 1,93 1999 zum Ausdruck.

## Graphik 1

Nominale Gleichgewichtszinssätze\* 1999 (links) und 2005\*\* (rechts), in Prozent



\* Taylor-Regel, berechnet nach: Michael Schubert, ECB: Bank-of-France Taylor Rate Points to a Minimum Bid Rate of 2.5% to 2.75%, Frankfurt a.M., 6.2.2006 (Commerzbank research note), S. 3.

\*\* Durchschnittswerte 2001–2005.

Länderkürzel: AT Österreich; BE Belgien; DE Bundesrepublik Deutschland; ES Spanien; FR Frankreich; GR Griechenland; IR Irland; IT Italien; NL Niederlande; PT Portugal; SF Finnland.

Quellen zu den BIP-Potentiallücken 1999 und 2005: Maria Antoinette Dimitz, *Output Gaps and Technological Progress in European Monetary Union*, Helsinki: Bank of Finland Research Department, 2001 (Discussion Paper 20/2001), S. 19, und Romain Duval/Jørgen Elmeskov, *The Effects of EMU on Structural Reforms in Labour and Product Markets*, Frankfurt a.M.: European Central Bank (ECB), März 2006 (ECB Working Paper Nr. 596), S. 10.

Um einschätzen zu können, wie die Währungs- und Wirtschaftsunion zu einem integralen Währungsraum ausgebaut werden könnte, müssen die entsprechenden Anpassungsmechanismen und die in der WWU verfügbaren wirtschaftspolitischen Instrumente auf ihre Effizienz untersucht werden. Wie bereits erwähnt, haben solche Instrumente die Aufgabe, für eine möglichst spannungsfreie Absorption von Nachfrage- und Angebotsschocks seitens der einzelnen Volkswirtschaften zu sorgen. Die wichtigsten Anpassungsmechanismen und wirtschaftspolitischen Instrumente sind hierbei:

1. eine WWU-weite Synchronisation der Konjunkturzyklen der teilnehmenden Länder,
2. eine schockabsorbierende nationale Fiskalpolitik,
3. anpassungsfähige Arbeitsmärkte und ungehinderte Faktorbewegung.

**1. EU-weite Zyklussynchronisation.** Die integrative Wirkung der gemeinsamen Währung schlägt sich in einer Vertiefung der internationalen Arbeitsteilung und in steigendem Handelsvolumen innerhalb der Gemeinschaft nieder. In den frühen Stadien der Euro-Einführung rechneten empirische Studien vor, dass in einer Währungsunion der Handel bis auf das Dreifache zunehmen kann; dies galt als Beleg für die Wohlfahrtswirkung des Euro. Später wurde diese euphorische Projektion deutlich nach unten korri-

giert, ohne aber der Vorstellung von der Nützlichkeit einer gemeinsamen Währung Abbruch zu tun.<sup>7</sup> Insbesondere für die Mitgliedsländer mit starkem Exportsektor war dieses Argument von Bedeutung, weil sie in der innereuropäischen Spezialisierung und im EU-weiten Handel eine Wachstumsreserve sahen. Als problematischer Aspekt dieser Entwicklung ist aber auch zu beachten, dass exogene Schocks die einzelnen Teilregionen und Volkswirtschaften innerhalb der Währungs- und Wirtschaftsunion unterschiedlich stark treffen können, da regionale Arbeitsteilung und Spezialisierung verschiedene sektorale und Produktmuster erzeugen. Diese können in sehr unterschiedlicher Weise auf plötzliche Nachfrage- und Angebotsverschiebungen außerhalb der jeweiligen Ökonomie reagieren. Die Theorie der optimalen Währungsräume postuliert daher, dass die WWU besser funktionieren würde, wenn die Wirtschaftszyklen der teilnehmenden Volkswirtschaften möglichst weitgehend angeglichen sind. Dadurch könnte erreicht werden, dass die geldpolitischen Schritte der Europäischen Zentralbank zur Ankurbelung der Wirtschaft einen positiven symmetrischen Effekt im Gesamttraum entfalten. Bei

<sup>7</sup> Charles Wyplosz, *European Monetary Union. The Dark Sides of a Major Success*, Universität Genf/Centre for Economic Policy Research (unkorrigiertes Manuskript), April 2006, <[http://hei.unige.ch/%7ewyplosz/emu\\_EP.pdf](http://hei.unige.ch/%7ewyplosz/emu_EP.pdf)>.

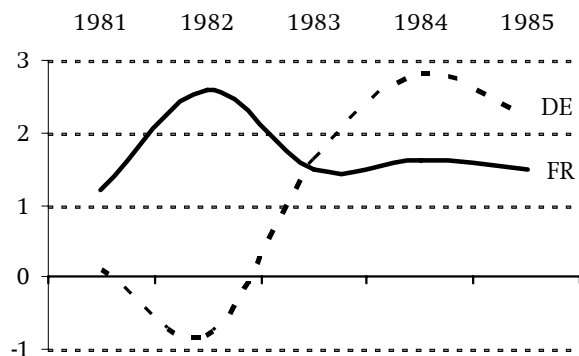
asynchron verlaufenden Wirtschaftszyklen hebt sich die Wirkung gegenseitig auf; wenn sie in den großen Volkswirtschaften prozyklisch ist, würde sich das über den gesamten Währungsraum – wegen des ökonomischen Übergewichts der Großen – krisenverschärfend auswirken.

Noch in den achtziger Jahren folgten zyklische Konjunkturanalysen in Europa keinem einheitlichen Muster: Oft unterlag ein nationaler Konjunkturzyklus dem Einfluss Dritter, auch weil einige Volkswirtschaften der EG stärker mit Volkswirtschaften außerhalb der EG verflochten waren. Noch zu Beginn der achtziger Jahre war dies der Fall bei Großbritannien, das mit der US-Wirtschaft eng verbunden war, und bei Spanien, dessen noch junge EG-Wirtschaft stärker mit jener Großbritanniens synchron lief als mit jener Kontinentaleuropas.

Auch die deutschen und französischen Konjunkturphasen verliefen in der Vor-Maastricht-Zeit weniger synchron als die politische Übereinstimmung (siehe Graphik 2). Der zyklische Verlauf des Wachstums in den beiden Kernländern der ehemaligen EG erfolgte damals phasenverschoben und die französische Geldpolitik war in Bezug auf die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank noch autonom.

**Graphik 2**

**Asynchroner Zyklusverlauf Deutschland–Frankreich Anfang der achtziger Jahre\***



\* Auf Basis jährliche BIP-Wachstumsraten, in Prozent.

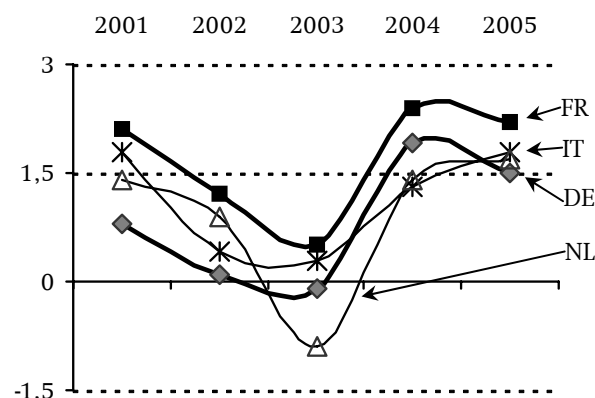
Quelle: European Commission, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 6/2004, Statistical Annex, Tabelle 10.

Erst im Zuge der institutionellen Vorbereitung der WWU beschleunigte sich die nominale Konvergenz innerhalb der EU-15, vor allem nachdem die Maastricht-Kriterien für eine Teilnahme an der WWU definiert waren und der Stabilitäts- und Wachstumspakt

ab 1997 diesen Kriterien noch zusätzliches Gewicht verliehen hatte. Die Konjunkturzyklen der großen kontinentalen Kernländer der EU weisen derzeit einen relativ hohen Grad an Synchronisierung auf, und auch in einer Reihe kleinerer Mitgliedstaaten orientiert sich der Konjunkturverlauf an den großen Ländern.

**Graphik 3**

**Zyklussynchronisierung Deutschlands, Frankreichs, Italiens und der Niederlande Anfang der 2000er Jahre\***



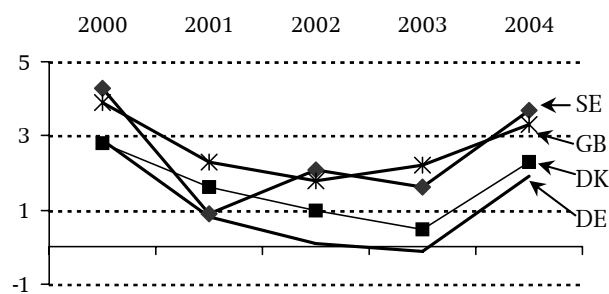
\* Auf Basis der jährlichen BIP-Wachstumsraten, in Prozent.

Quelle: European Commission, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 6/2004, Statistical Annex, Tabelle 10

Vor dem Hintergrund größerer konjunktureller Ähnlichkeit innerhalb der Wirtschafts- und Währungsunion ist die Frage von Bedeutung, warum die gemeinsame Geldpolitik der Eurozone nicht wirkungsvoll ein höheres Wachstum fördert. Bekanntlich ist in Euroland das Wachstum nicht nur im Vergleich zu den aufholenden »Catch-up«-Regionen Asiens und Osteuropas geringer, sondern auch zu Nordamerika sowie zu jenen EU-Ländern, die wie Großbritannien und Schweden ihre Geldautonomie bewahrten. Statistisch ist der BIP-Zuwachs ceteris paribus der Nettoeffekt zwischen Verlangsamung und Beschleunigung der Konjunktur: Je kürzer die Phase der Verlangsamung (oder des Nullwachstums oder der Rezession) und je länger die Aufschwungphase ist, desto größer ist auch der BIP-Zuwachs über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg. Daher kann erwartet werden, dass die Wirtschaftspolitik in Abschwungphasen besonders aktiv wird, damit die Volkswirtschaft schneller auf einen Wachstumspfad gebracht werden kann. Im Vergleich zeigt sich, dass den Nicht-WWU-Ökonomien – anders als jenen der WWU – dieser wirtschaftspolitische Pfadwechsel schneller gelungen ist: Groß-

britannien und Schweden befanden sich im gegenwärtigen Zyklus bereits im Aufschwung, als sich die Konjunkturschwäche in Deutschland weiter vertiefte. Das BIP Dänemarks, das kein WWU-Mitglied, aber volkswirtschaftlich und geldpolitisch mit der Eurozone eng verflochten ist, folgt dem WWU-Konjunkturverlauf, weist aber höhere Wachstumsraten auf (Graphik 4).

**Graphik 4**  
**Zykluspaare Deutschland-Dänemark und Großbritannien-Schweden 2000–2004\***



\* Auf Basis der jährlichen BIP-Wachstumsraten, in Prozent.

Quelle: European Commission, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 6/2004, Statistical Annex, Tabelle 10.

Daraus könnte geschlossen werden, dass ein schnelleres Verlassen des Rezessionspfades in einem großen und strukturell heterogenen Wirtschaftsraum schwerer ist als im Rahmen einzelner kleinerer Volkswirtschaften, weil die Geldpolitik lediglich die aggregierte Ebene in Betracht zieht. Das steht jedoch im Widerspruch zu den Erfahrungen in der Wirtschaft der USA, die sich durch einen hohen Grad an Flexibilität auszeichnet. Allerdings spielt hier die Fiskalpolitik eine sehr viel gewichtigere Rolle als in den EU-Staaten.

**2. Schockabsorbierende Fiskalpolitik.** In einer Wirtschafts- und Währungsunion kann die gemeinsame Geldpolitik Nachfragerücken, die in den einzelnen Volkswirtschaften plötzlich entstehen, nicht gezielt schließen. Deshalb ergreifen in solchen Fällen die nationalen Regierungen haushaltspolitische Maßnahmen zur Nachfragebelebung. Damit jedoch genügend finanzieller Spielraum für fiskalische Impulse gegeben ist, müssten die Haushaltssalden in Phasen konjunktureller Belebungsüberschüsse aufweisen; ferner ist es von Vorteil, wenn die Schuldenquote auf ein erträgliches Maß gebracht wird. Aus diesem Grund sahen viele Regierungen, die früher eine eher lockere Haushaltspolitik betrieben haben, die Vorteile der Einheitswährung im Stabilitätsimport, dessen mate-

rieller Ausdruck ein spürbarer Rückgang der Realzinsen auf ihre Staatsschuld ist. Tatsächlich glichen sich die Realzinsen in der Eurozone deutlich und auf niedrigerem Niveau an (vgl. Tabelle 1, S. 8). Im Ergebnis wurde der Schuldendienst in den hochverschuldeten Mitgliedsländern erleichtert und die wachstumswirksamen Spielräume für mehr öffentliche Investitionen weiteten sich.

Allerdings ist auch die Möglichkeit budgetärer »Mitnahmeeffekte« in der WWU gegeben. Sie äußert sich in einer optimistischen Einschätzung der Finanzmärkte, nach der ein Einzelstaat der Eurozone wohl kaum jemals den Staatsbankrott erklären müsste: In der WWU als Solidargemeinschaft würden notfalls die Partnerländer finanziellen Beistand leisten, da sie an einer Schwächung der gemeinsamen Währung nicht interessiert sind. Kurzfristig geht diese Überlegung auf, weil die Beschaffung von Krediten zunächst zu einer niedrigeren Risikoprämie möglich ist, was den Finanzen des Einzelmitglieds und damit letztlich allen Teilnehmern nützt.

Langfristig besteht in der Wirtschafts- und Währungsunion jedoch durchaus die Gefahr, dass die positiven Mitnahmeeffekte in eine negative Trittbrettfahrermentalität pervertiert werden. Unter bestimmten Umständen könnten Regierungen dazu neigen, sich stärker zu verschulden – wissend, dass die Konsequenzen ihres Handelns gemeinsam getragen werden müssen. Ohne Mitgliedschaft in der WWU würde der entsprechende Anreiz dagegen fehlen; insofern ist auch die Aufnahme von Ländern ohne Stabilitätskultur in die WWU problematisch.

Eine solche Entwicklung konnte – auch dank des Stabilitäts- und Wachstumspaktes – bislang vermieden werden. Seit Mitte der neunziger Jahre gibt es eine Tendenz zu größerer Haushaltsdisziplin in allen EU-Mitgliedsländern, was von den Finanzmärkten – noch vor der Bildung der WWU – positiv honoriert worden ist. Die gegenwärtig schleichende Erosion der Haushaltsdisziplin in den großen Mitgliedsländern ist allerdings eine Warnung, dass sich dieser Trend auch umkehren kann. Eine Verschlechterung der nationalen Haushaltslage verkleinert den fiskalpolitischen Spielraum des Einzelstaates und wirkt sich folglich auch negativ auf die Funktionsfähigkeit der Wirtschafts- und Währungsunion aus. Im Rahmen nationaler Haushalte können Mitteltransfers in Form eines vertikalen und horizontalen Finanzausgleichs für Nachfragebelebung in stagnierenden Landesteilen sorgen. In Volkswirtschaften mit einer hohen Staats-

quote tragen die automatischen Stabilisatoren<sup>8</sup> spürbar zur Rezessionsüberwindung bei.

In der Eurozone funktionieren beide Instrumente aber nur eingeschränkt. Zum einen verlieren die automatischen Stabilisatoren an Wirkung, wenn die laufenden Haushaltsdefizite sowie die Schuldenquoten der Mitgliedsländer die durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt gesetzten Obergrenzen überschreiten. Zum anderen hat die EU kein klassisches Budget und der Finanzausgleich auf der zentralen EU-Ebene in Form von Strukturmitteln ist marginal. Rezessionen in einigen Mitgliedsländern – zumal mit einem großen Anteil am kollektiven BIP – können nicht durch Finanztransfers aus dem vergleichsweise kleinen EU-Haushalt bekämpft werden. Eine Vorstellung von den hierfür erforderlichen Größenordnungen zeigt die Wirtschaftsleistung der neuen Bundesländer, die in den neunziger Jahren bis zu einem Drittel auf Überweisungen des Bundes bzw. der alten Bundesländer basierte. Studien aus den USA, dem anderen großen Wirtschafts- und Währungsraum, der dem Euroland am ähnlichsten ist, weisen ähnliche oder sogar noch größere Transfers der Bundesregierung in Washington relativ zum Output rezessionsgeplagter Bundesstaaten nach. Nur ist die Schaffung eines »echten« WWU-Haushalts in der Größenordnung von 30 bis 40 Prozent und mehr des kollektiven BIP derzeit politisch nicht durchsetzbar. Letzteres liefe nämlich auf die Erweiterung der Wirtschafts- und Währungsunion um eine soziale Komponente hinaus, also in Richtung einer Sozialunion. Das würde jedoch in den Parlamenten der Nettozahler auf Widerstand stoßen, zumal eine Überzentralisierung ohnehin nicht erwünscht ist.

Für Ökonomien mit hohem Offenheitsgrad – das sind die kleineren Eurozonenmitglieder, aber zum Teil auch Deutschland mit seiner Importquote von etwa 30 Prozent – kommt hinzu, dass der fiskalische Impuls weniger wirksam ist, da die Zusatznachfrage zu einem großen Teil für Importe aufgewendet wird; zudem wird ein weiterer Teil gespart. Die Multiplikatorwirkung ist daher nur gegeben, wenn die Nachfrageausweitung signifikant ist.<sup>9</sup> Vor diesem Hinter-

grund sollte die Diskussion über die Vor- und Nachteile des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf zwei Ebenen geführt werden.

Die erste Ebene korrespondiert mit der Angebotsseite der Fiskalpolitik; sie spricht die Nachhaltigkeit der Verschuldung des Gesamtstaats direkt an. Die Initiatoren des Stabilitäts- und Wachstumspaktes haben ihn ohnehin in erster Linie von der Angebotsseite betrachtet: Durch eine strikte Finanzdisziplin sollte in den Ländern ein wachstumsfreundliches Umfeld geschaffen werden, zu dem auch die innere Geldwertstabilität gehört. Im Zuge der Vorbereitung auf die Mitgliedschaft in der Eurozone verbesserte sich die Haushaltsdisziplin nicht nur in den südeuropäischen Mitgliedsländern, sondern auch in den großen kontinentalen WWU-Ökonomien. Bald nach Gründung der Eurozone änderte sich dieser Trend, teilweise konjunkturell bedingt durch das Ende des Wachstumsbooms im Jahr 2000. Allerdings haben die meisten Mitgliedsländer – vor allem die kleinen, aber auch Spanien – ihre Haushaltsdefizite mit dem Anziehen der Konjunktur anschließend wieder verringern können. In Frankreich, Deutschland und seit 2004 auch in Italien verharren sie jedoch über der Maastricht-Grenze von drei Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP); ein Hinweis darauf, dass der mittelfristige Zusammenhang zwischen Konjunkturschwankung und Budgetdefizit in diesen Volkswirtschaften schwach ausgeprägt ist.

Ein weiteres Problem resultiert aus dem Zusammenhang zwischen nominaler und realer Haushaltsdisziplin: Die nominale Einhaltung der Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts allein garantiert nämlich noch keine nachhaltig tragfähige Schuldenquote in den Ländern. Die in den neunziger Jahren für die laufenden Defizite gezogene Obergrenze von drei Prozent des nominalen BIP orientierte sich als Faustregel an den langfristigen Erfahrungswerten zum Wirtschaftswachstum der Vergangenheit. Algebraisch ist eine Nettoneuverschuldung von bis zu drei Prozent des BIP bei einer BIP-Wachstumsrate von mindestens drei Prozent und unter den Bedingungen einer moderaten Schuldenquote über längere Zeiträume tragfähig. Die Nachhaltigkeit der Verschuldung geht jedoch dramatisch zurück, wenn sich – ceteris paribus – das Wirtschaftswachstum auf Dauer verringert. Genau das ist im Euroraum ab 2001 geschehen, und

<sup>8</sup> Automatische Stabilisatoren: Staatliche Ausgaben, die in Rezessionsphasen in der Regel zum Preis höherer Budgetdefizite die Konjunktur stützen.

<sup>9</sup> Xavier Sala-i-Martin/Jeffrey Sachs, »Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas«, in: Matthew B. Canzoneri/Vittorio Grilli/Paul R. Masson (Hg.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1992. Zur diskretionären Finanzpolitik vgl. Servaas Deroose/Sven Langedijk/Werner Roeger, *Reviewing*

*Adjustment Dynamics in EMU: From Overheating to Overcooling*, Brüssel: EU-Kommission, Januar 2004 (DG EcFin Economic paper Nr. 198), S. 20–21.

die mittelfristigen Projektionen gehen nicht von einer Trendumkehr aus. Bei einer weiterhin zulässigen Defizitgrenze von drei Prozent dürfte die Schuldenquote der Mitgliedsländer – auch der nominal disziplinierten – weiter ansteigen. Im Ergebnis verschlechtern sich die Wachstums- und Beschäftigungsaussichten der WWU über verschiedene Kanäle: durch die Einengung des Investitionsspielraums der öffentlichen Hand, durch Zinserhöhung und damit *crowding-out* privater Investitionen, durch Destabilisierung von Großbanken (als primäre Gläubiger) sowie durch den Druck auf den Euro-Wechselkurs angesichts offener Kapitalmärkte.

Daher wäre es falsch, den Stabilitäts- und Wachstumspakt einer Revision zu unterziehen, die die Neigung zur Haushaltsdisziplin weiter schwächt. Eine Ausnahme bildet die verstärkte Beachtung der goldenen Regel, wonach öffentliche Investitionen als »gute« Defizite aus der Berechnung des laufenden Defizits herausgenommen werden dürfen. Allerdings bleibt hier das Abgrenzungsproblem ungelöst: Es ist nämlich nicht gesichert, dass öffentliche Investitionen immer wachstumswirksam sind.

Die Auswertung der Debatte »regelbasierte versus diskretionäre Haushaltspolitik« zeigt, dass letztgenannte Alternative problematisch, erstere aber zum Teil prozyklisch ist oder so wirken könnte.<sup>10</sup> Hilfreich wäre ein Mix beider Herangehensweisen. Daher sollte überlegt werden, wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt von seiner immanenten Widersprüchlichkeit befreit werden kann. Ein guter Ansatz wäre die Überwindung der Fixierung auf die 3%-Regel; eine Konzentration nur noch auf die Schuldenquote und damit auf die Nachhaltigkeit der Staatsverschuldung würde bei hinreichender Regelgebundenheit die erforderliche Flexibilisierung begünstigen.<sup>11</sup> Damit wäre auch

die Problematik der Prüfung der Pakteinhaltung auf Jahresbasis gelöst: Es ist nämlich schwierig zu unterscheiden zwischen einem kurzfristigen, konjunkturellen Wachstumsausfall und einer anhaltenden, strukturellen Wachstumsschwäche. In beiden Fällen könnten aber die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Sanktionen verhängt werden, deren Auswirkung im letzteren Fall prozyklisch und damit kontraproduktiv wäre. Ein Verzicht auf Sanktionen sollte ermöglicht werden, wenn die Potentiallücke nachweislich zu groß ist oder wenn die Kerninflation – ohne den Anstieg der Energie- und einiger saisonal schwankender Lebensmittelpreise – zu gering ist, um den Wachstumseffekt relativ hoher Realzinsen berücksichtigen zu können.

Die zweite Ebene spricht die Nachfrageseite einer gleichgewichtsorientierten Fiskalpolitik an; sie ist vor allem mit der antizyklischen Funktion der Staat Nachfrage verbunden. Dieser Seite des Stabilitäts- und Wachstumspaktes haben seine Initiatoren jedoch geringere Bedeutung beigemessen, weil zum einen die automatischen Stabilisatoren wegen der hohen Staatsquote im Euroraum ohnehin recht wirksam sind. Zum anderen war man sich über die relativ engen Grenzen der nationalen Fiskalpolitik als antizyklisches Instrument in einer Wirtschafts- und Währungsunion bewusst. Allgemein gilt, dass die Fiskalpolitik – wie auch die Geldpolitik – allein nicht wachstumsfördernd sein kann. Erst die Kombination der drei zentralen wirtschaftspolitischen Felder Geld-, Finanz- und Arbeitsmarktpolitik kann die Wirtschaft auf einen stabilen Wachstumspfad führen.

Die Einschätzung für die Kernländer der Eurozone ist, dass die Ausweitung der Haushaltsdefizite unter den Bedingungen langsamen Wachstums strukturell bedingt ist. Wegen steigender Ausgaben und sinkender Einnahmen – in Deutschland wirkte die Steuerreform bisher verschärfend – nahmen die Defizite zu. Es ist jedoch nicht bewiesen, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt in diesen Ländern prozyklisch gewirkt hat. Eher liegen Hinweise auf die Neutralität des Stabilitäts- und Wachstumspaktes bzw. auf den strukturellen Charakter der Wachstumsschwäche in den großen Eurozonenländern vor. Die Analyse des Zusammenhangs zwischen dem Wachstum der Primärsalden des Haushaltes<sup>12</sup> und dem BIP-Wachstum

<sup>10</sup> Vgl. zum regelbasierten Argument: Elke Thiel/Barbara Böttcher/Klaus Günther Deutsch, »Wachstum und Wohlfahrt in Europa – eine Agenda«, Frankfurt a.M.: Deutsche Bank Research, Oktober 2003 (EU-Monitor Nr. 8/2003), <[http://www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD0000000000073773.pdf](http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000073773.pdf)>, und zur Kritik: Charles Wyplosz, »Fiscal Policy: Institutions versus Rules«, in: *National Institute Economic Review*, (Januar 2005) 191, S. 70–84, <<http://hei.unige.ch/~wyplosz/niesr0105.pdf>>.

<sup>11</sup> Vgl. konkrete Vorschläge bei Ognian N. Hishow, *Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Flexibilität bei der Neuverschuldung, striktes Festhalten an der Obergrenze für die Gesamtverschuldung*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Januar 2005 (SWP-Aktuell 5/05), <[http://www.swp-berlin.org/de/common/get\\_document.php?id=1180](http://www.swp-berlin.org/de/common/get_document.php?id=1180)>; Jacek Rostowski, *The Stability and Growth Pact – Essential and Unfeasible*, Warschau:

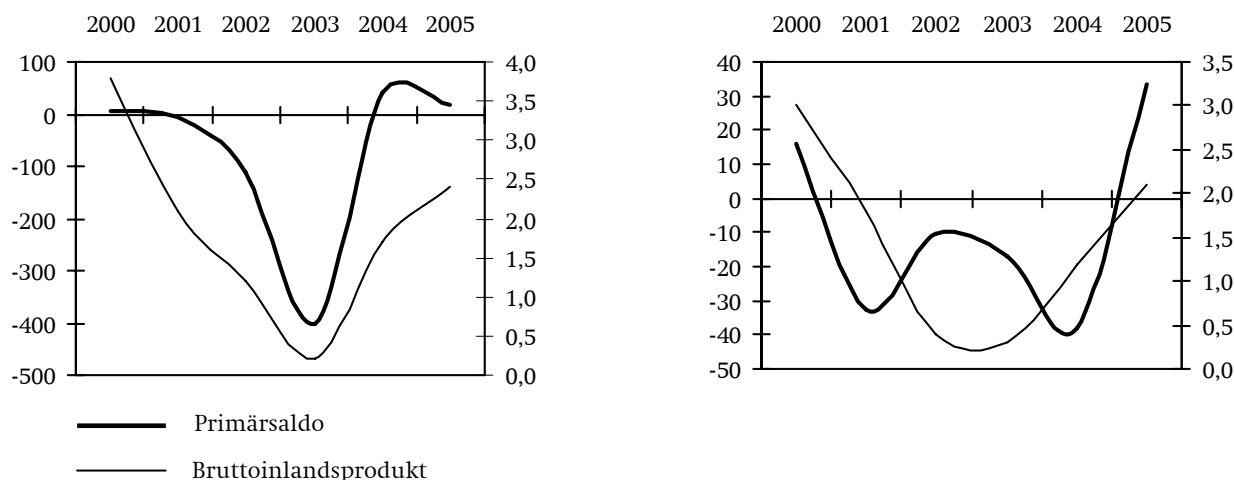
Center for Social and Economic Research, April 2004 (Discussion paper Nr. 275).

<sup>12</sup> Primärsalden: um den Zinsdienst bereinigte Budgetsalden.



## Graphik 5

Frankreich/Deutschland (links), Italien (rechts): Budgetäre Primärsalden\* und Bruttoinlandsprodukt, jährliche Veränderungsraten, in Prozent



\* Konjunkturbereinigt um die Auswirkung der Arbeitslosigkeit. Die Elastizität der Primärsaldenveränderung in Bezug auf die Konjunktur (hier Anstieg der Arbeitslosigkeit) ist relativ gering. Das ist konsistent mit Modellrechnungen für den Zeitraum 1972–2002 nachgewiesen. Die Elastizität ( $\beta_2$ ) wurde geschätzt anhand der Gleichung  $X = \alpha + \beta_1 X - 1 + \beta_2 \text{GAP}$ , mit  $X$  als öffentliche Ausgaben, öffentliche Einnahmen, Haushaltssaldo bzw. konjunkturbereinigter Primärsaldo BPS jeweils in Prozent des BIP und mit GAP als Produktionslücke in Prozent des BIP-Potentials. Danach verschlechtert sich der BPS im Abschwung um 8 bis 18 Prozent in DE, FR und IT (Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 73. Jahresbericht, Kapitel II, S. 32, Tab. II.3, Basel 2003, <<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2003g.pdf>>).

Quelle: EU-Kommission, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 6/2004, Statistical Annex, Tabellen 3, 10, 76.

zeigt, dass sich beide seit 2000 in Frankreich und Deutschland synchron entwickelt haben. Wäre der Stabilitäts- und Wachstumspakt restriktiv, ergäben sich gegenläufige Trends (siehe Graphik 5 am Beispiel Frankreichs; der Ablauf in Deutschland ist sehr ähnlich). Das war 2002–2003 nur in Italien der Fall. Dort wurde die Fiskalpolitik temporär gestrafft und damit prozyklisch. 2004 wurde sie wieder gelockert und mit der BIP-Entwicklung synchronisiert (Graphik 5).

Mehr noch, die stark kritisierte Verletzung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes durch die großen Länder hat dazu beigetragen, die Potentiallücke zu verkleinern. Länder, die mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt konform sind, haben dagegen – wohl um den Vorgaben zu genügen – teilweise eine prozyklische Politik akzeptiert.<sup>13</sup> Ferner zeigt die Analyse,

dass während des Aufschwungs Ende der neunziger Jahre die Haushalte in den großen Eurozonenländern (mit Ausnahme Deutschlands 2000) permanent defizitär und damit prozyklisch waren, wodurch die temporäre Chance für eine Budgetkonsolidierung verpasst wurde. In der anschließenden Rezession war hier der fiskalische Spielraum eingengt. Dagegen fielen die zusätzlichen Staatsausgaben in den USA und Großbritannien ab 2001 viel größer aus, weil beide Länder zuvor Haushaltsüberschüsse erzielt hatten.

Folglich ist der im Stabilitäts- und Wachstumspakt fixierte fiskalische Spielraum nicht zu klein: Drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts für eine Ausweitung der Staatsausgaben sind eine angemessene Toleranzgrenze für die Behebung der konjunkturellen Rezessionsursachen in der Eurozone, wenn die Haushaltspolitik der Einzelstaaten in konjunkturellen Hochphasen ihre Ausgaben nicht ausweitet, sondern antizyklisch agiert. Das ist wichtig, weil die Euroland-Mitglieder mit dem Verzicht auf die nationale Geld-

<sup>13</sup> Sachverständigenrat, *Jahresgutachten 2005/06*, Kapitel VI, Tabelle 45. Zur antizyklischen Wirkung vgl. Thomas Straubhaar/Günter Weinert, »Deutschland und der Euro: Die Bedeutung des einheitlichen Währungsraumes«, in: Wolfgang Wessels/Udo Diedrichs (Hg.), *Die neue Europäische Union: Im vitalen Interesse Deutschlands?*, Berlin 2006, S. 67ff. Andere Studien kommen zum gegenteiligen Ergebnis. Vgl. Eckhard Hein/Achim Truger, *Germany's Post-2000 Stagnation in the Euro-*

*pean Context*, Düsseldorf: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Hans-Böckler-Stiftung, 2006 (Working paper 3/2006).

politik auch das Instrument der monetären Anpassung bewusst aus der Hand gegeben haben. Zur Überwindung der strukturellen Ursachen für die Lücke zwischen potentiell und tatsächlichem Wachstum kann die Haushaltspolitik beitragen – allerdings nur, wenn sie nicht von vornherein geschwächt ist. Darüber hinaus müssen Reformen der Arbeitsmärkte einen entsprechenden Beitrag leisten.

### 3. Flexible Arbeitsmärkte und freie Faktormobilität.

Unter den Bedingungen der WWU ist die Geldpolitik der zentralen Notenbank auf Unterstützung angewiesen, insbesondere durch die einzelstaatliche Arbeitsmarktpolitik. Der hohe Stellenwert der Arbeitsmarktpolitik resultiert aus dem Wesen der Währungsunion, weil jetzt die Anpassung an externe reale und monetäre Schocks entscheidend vom Flexibilitätsgrad des Arbeitsmarktes abhängt. Steigen die Nominallöhne und Preise in einem Teilnehmerland schneller, werden auch die Importe anziehen, weil das höhere Preisniveau Anbieter aus anderen Regionen der WWU anlockt. Dagegen werden die Exporte für die Abnehmer in den anderen Teilgebieten teurer und daher zurückgehen, was für die Arbeitsplätze in der Inflationsökonomie Konsequenzen hat.

Um Arbeitslosigkeit und langfristige Einkommenseinbußen zu vermeiden, stehen im wesentlichen zwei Instrumente zur Verfügung:

*Erstens* müssen die Reallöhne nach unten flexibel sein. Erfahrungsgemäß reagiert die Lohnentwicklung auf die Zunahme der Arbeitslosigkeit (sogenannte *Lohnelastizität der Arbeitslosigkeit*) in den europäischen Wohlfahrtsstaaten nur mäßig. Sie lag im Durchschnitt der achtziger Jahre in Deutschland bei -0,11, in den Niederlanden bei -0,27, in Frankreich bei -0,29, doch in den USA bei -0,61; eine Verdoppelung der Arbeitslosenquote würde demzufolge in Europa das Lohnniveau nur um etwa 20 Prozent, in den USA aber um über 60 Prozent absenken. In jüngster Zeit hat die Lohnelastizität der Arbeitslosigkeit in einigen Ländern zugenommen: Modellrechnungen zufolge hat jeder Prozentpunkt an zusätzlicher Arbeitslosigkeit das Lohnwachstum um fast einen Prozentpunkt in Deutschland und den Niederlanden abgebremst. In Frankreich ist die Wirkung dagegen verhaltener, während der Anstieg der Arbeitslosigkeit in Spanien und Italien gar keinen Einfluss auf die Lohnentwicklung zeigt.<sup>14</sup> Letzteres dürfte ein Grund sein für die

sich verschlechternde Wettbewerbssituation Italiens und die anhaltend hohe Arbeitslosenrate in Spanien.

Eine verantwortungsbewusste Lohnfindung kann helfen, Preisniveaustabilität auf Dauer zu sichern. Das ist nur möglich, wenn sich die Lohnsteigerungen gesamtwirtschaftlich an der Produktivitätsentwicklung orientieren. In Regionen mit hoher struktureller Unterbeschäftigung müssten sie darunter liegen. Bestrebungen, die Lohndifferenziale zwischen den reichen und den weniger wohlhabenden Nationen nominal rasch abzubauen, würden dort die Arbeitskosten in die Höhe treiben und so die Wettbewerbsfähigkeit der Erzeugnisse senken. Wegen des rückläufigen volkswirtschaftlichen Angebots – die Arbeitskosten beeinflussen die Angebotsseite der Wirtschaft – schrumpfen Beschäftigung und Einkommen. Diesem Muster ist die Lohnkostenentwicklung in den ost-deutschen Ländern gefolgt – mit teuren sozialpolitischen Konsequenzen.

Arbeitsmarktpolitisch ist daher der Lohndisziplin in der Gemeinschaft erstrangige Bedeutung beizumessen. Hilfe kann ein möglichst dezentralisierter bzw. regionalisierter Arbeitsmarkt leisten. Mit der Einheitswährung entfällt die Umrechnung der Preise anhand der Wechselkurse und damit »die Wechselkursillusion«. Die Gewerkschaften der Peripherie ziehen nun direkt Lohnniveauvergleiche, der Wunsch nach einer nominalen Überwindung des Zentrum-Peripherie-Gefälles im Lohnniveau wächst. Die Regionalisierung der Tarifverhandlungen wirkt dem entgegen, weil die ausgehandelten Lohnsteigerungen nun an den örtlichen Produktivitätsfortschritten und nicht am Einkommensniveau der besten WWU-Mitgliedstaaten ausgerichtet werden. Das erhöht die Fähigkeit, exogene Schocks zu geringeren volkswirtschaftlichen Kosten aufzufangen, also zu akkommodieren.

*Zweitens* können interregionale Arbeitskräftewanderungen für Entlastung sorgen. Ein funktionierender integraler Währungsraum setzt ungehinderte Faktormobilität als realwirtschaftliches Anpassungsinstrument voraus. In der Wirtschafts- und Währungsunion können auf diese Weise exogene Schocks, die in der Regel sektoral und regional asymmetrisch auftreten, mit geringeren volkswirtschaftlichen Kosten für die Eurozone als Ganzes absorbiert werden. Die ungehinderte Bewegung der Arbeitskräfte kann dabei helfen, die Arbeitslosigkeit in krisengeschüttelten Regionen mit einem Arbeitskräfteüberschuss abzubauen. Zugleich wird das Wachstum in boomenden Gebieten durch die zusätzliche Arbeitszufuhr gestützt; parallel steigt das Einkommensniveau der Beschäftigten und

<sup>14</sup> Patrick Artus, *Has the Euro Been a Success?*, Paris: Ixis C&I Bank, 16.6.2005 (Flash, Economic research paper 221), S. 7.

damit der Eurozone als Ganzes. Dadurch schließt sich die Potentiallücke oder sie tritt gar nicht erst auf.

Die sektoralen Voraussetzungen für mehr Arbeitsmobilität mehrten sich mit der Vertiefung der Arbeitsteilung innerhalb einer Industriebranche. Im Unterschied zur Arbeitsteilung zwischen den einzelnen Industrien und Sektoren nimmt dabei die Substituierbarkeit von Arbeitskräften zu. Beispielsweise können entlassene Landarbeiter – wenn überhaupt – nicht ohne beträchtliche Kosten für Weiterbildung dem Programmierer-Markt zur Verfügung stehen. Dagegen können entlassene EDV-Experten leichter zu Programmierern umgeschult werden, und auch Anlagenbauer lassen sich mit weniger Aufwand im Maschinenbau anderer Regionen und Volkswirtschaften einsetzen.

Durch die Vertiefung der Arbeitsteilung wird der Handel in der Eurozone weiter wachsen. Ursache ist die identische Faktorausstattung der Mitgliedsländer – in der WWU ist die Ausstattung mit Kapital relativ zur Ausstattung mit Arbeit üppig, mit dem Effekt einer vertieften Arbeitsteilung und Handelsintensivierung. Zunehmende Spezialisierung und verstärkter Handelsaustausch haben aber konkrete Implikationen für das Funktionieren der WWU: Einerseits erhöhen strukturelle Divergenzen die Anfälligkeit der Sektoren und Regionen für exogene Schocks.<sup>15</sup> Andererseits kann die Geldpolitik nicht dämpfend (akkommodierend) reagieren, daher gewinnen die Arbeitsmärkte für die Anpassung an Bedeutung. Insgesamt ist die Arbeitskräftemobilität in der Eurozone geringer als im Vergleichsgebiet USA. Das ist bereits auf der Ebene der Volkswirtschaft der einzelnen Teilnehmerländer sichtbar: Soziale Zuwendungen und Transfers bei Arbeitslosigkeit halten frei gewordene Arbeitskräfte in den europäischen Ländern stärker an ihrem Wohnort als in Amerika. Die Wanderungsquote in Prozent der Bevölkerungszahl der US-Bundesstaaten liegt im Durchschnitt der 50 Bundesstaaten bei etwa 2,5 Prozent. Dagegen beläuft sie sich in den großen Eurozonen-Ökonomien auf zwischen 0,5–0,6 Prozent (Italien, Spanien) und 1,5 Prozent (Frankreich).

Die Quote der interregionalen Wanderung zwischen den Mitgliedsländern der EU ist noch geringer – sie liegt bei etwa 0,1 Prozent.<sup>16</sup> Arbeitsmigration ist

<sup>15</sup> Zu den empirischen Befunden steigender Spezialisierungsindizes vgl. Karen-Helen Midelfart-Knarvik/Henry G. Overman/Anthony J. Venables, »Monetary Union and the Economic Geography of Europe«, in: *Journal of Common Market Studies*, 41 (2003) 5, S. 847–868 (848ff).

<sup>16</sup> Datenquellen: Zu den USA und den interregionalen Arbeitskraftbewegungen: Artus, *Has the Euro Been a Success?*

**Tabelle 2**

**Binnenwanderungsquoten\* nach Ländern, in Prozent der Gesamtbevölkerung\*\***

	DE	FR	IT	ES	GB	SE	USA
Anzahl Regionen	16	22	20	17	12	8	51
Wanderungsquote	1,24	1,58	0,50	0,60	2,30	1,60	2,40

\* 1998 oder 1995.

\*\* Anzahl Personen, die einen Ortswechsel vollzogen haben, dividiert durch Bevölkerungszahl des Landes.

Quelle: OECD, *Rewarding Work, Employment Outlook 2000*, Paris 2000, Kapitel 2, Tabelle 2.12.

ein Anpassungsinstrument, das stärker in den angelsächsischen Ländern zum Einsatz kommt. In der Eurozone bewirken Nachfrageschocks für Arbeitskräfte dagegen oft einen Rückgang der Erwerbsquote. Studien-ergebnisse identifizieren institutionelle und psychologische Barrieren gegen eine größere Mobilität, die aber durch eine fortschreitende Politikkoordinierung schrittweise überwunden werden können.<sup>17</sup> Zu den wichtigsten Barrieren zählen die Unterschiede in den sozialen Sicherungssystemen, die Nichtanerkennung von Zeugnissen, Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Wohneigentum, Informationsdefizite bezüglich Jobchancen in anderen Regionen und Ländern, Beschäftigungschancen für den Partner. Neuere Untersuchungen deuten jedoch darauf hin, dass die europäische Integration einen positiven Einfluss auf die Bereitschaft zum Ortswechsel innerhalb des eigenen Landes und auch EU-weit ausübt – circa ein Drittel der Arbeitnehmer in den großen Ländern der Eurozone bekunden laut Umfrageergebnissen ihre Bereitschaft zu einem grenzüberschreitenden Ortswechsel bei Arbeitslosigkeit.<sup>18</sup> Ursache für die bisher unzureichende Arbeitsmobilität in der Eurozone ist folg-

[wie Fn. 14], Tabellen 3A und 3B; Zur innerstaatlichen Arbeitsmigration: OECD, *Rewarding Work, Employment Outlook 2000*, Paris 2000, Kapitel 2, Tabelle 2.12, <<http://www.oecd.org/dataoecd/10/50/2079538.pdf>>.

<sup>17</sup> M. Obstfeld/G. Peri, »Regional Non-adjustment and Fiscal Policy«, in: David Begg u.a. (Hg.), *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, Oxford: Blackwell Publishers, 1998; Guy Debelle/James Vickery, »Labour Market Adjustment: Evidence on Interstate Mobility«, in: *The Australian Economic Review*, 32 (1999) 127, S. 249–263.

<sup>18</sup> *Europeans and Mobility*, Eurobarometer Survey on Geographic and Labour Market Mobility, Brüssel 2006, S. 5, <[http://europa.eu.int/comm/employment\\_social/workersmobility2006/pdf/survey\\_report\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/employment_social/workersmobility2006/pdf/survey_report_en.pdf)>.

lich eine Kombination aus Regulierungen sowie Unterschieden in den Sozialsystemen und Traditionen. Der Integrationsprozess scheint dagegen die Arbeitsmobilität zu fördern, mit dem Effekt einer besseren Absorption von exogenen Nachfrage- und Angebotsverschiebungen.

Ein weiteres diesbezügliches Anpassungsinstrument unter den Bedingungen der WWU sind die überregionalen Kapitalströme. Wie die neuere Theorie optimaler Währungsräume postuliert (»Mundell II«), spielen Kapitalbewegungen im Fall eines makroökonomischen Schocks eine ausgleichende Rolle und helfen, auf dem Weg der Kreditbereitstellung die regionale oder sektorale Nachfrage zu beleben. Voraussetzung ist, dass im gemeinsamen Währungsraum Kapitalbewegungen ungehindert und ohne zeitliche Verzögerung grenzüberschreitend stattfinden und auf dem jeweiligen Kapitalmarkt rasch ein Gleichgewicht herstellen können.

Ein WWU-weit integrierter Finanzmarkt hat den Vorteil, dass er den Marktteilnehmern eine gerechtere Risikoaufteilung (*risk sharing*) ermöglicht. Ferner ermöglicht er ihnen eine breitere Risikodiversifizierung und bietet mehr Investitionsalternativen (Allokationsmöglichkeiten) als einzelne nationale Finanzmärkte. Strukturell besteht der Euro-Finanzmarkt aus mehreren Segmenten, die wesentlichen sind:

- ▶ EZB-naher Geldmarkt für kurzfristige Bankliquidität,
- ▶ Euromarkt für Schuldverschreibungen der verschiedenen Gebietskörperschaften in den Mitgliedsstaaten der Eurozone,
- ▶ Euromarkt für private Kredite – in der Regel Unternehmensschuldverschreibungen sowie Unternehmens- und Haushalts-/Hypothekenkredite,
- ▶ Europäische Aktienmärkte.

Alle diese Märkte zeichnen sich durch einen unterschiedlichen Integrationsgrad aus, wobei die ersten beiden Segmente als bereits fortgeschritten integriert gelten.<sup>19</sup> Zum einen ist der Geldmarkt der WWU-weiten geldpolitischen Regulierung durch die Europäische Zentralbank unterworfen. Zum anderen hat der Bondmarkt für öffentliche Schuldverschreibungen, wie oben bereits erläutert, eine starke Zinskonvergenz durchlaufen (siehe Tabelle 1, S. 8). Ferner legen nationale Investmentfonds ihr Kapital gerne in

diversifizierte Portfolios an, die – begünstigt durch die hohe Bonität aller Mitgliedsländer<sup>20</sup> – Schuldscheine der Partnerregierungen umfassen.

Dagegen sind die europäischen Aktienmärkte, bedingt durch die nationale Zugehörigkeit insbesondere der Blue Chips (der nationalen Großunternehmen), fragmentierter als in den USA, wo es nur einen Börsenplatz für Schwergewichte gibt. Nominell bedeutet dies, dass die Auflistung überwiegend national erfolgt und wohl auch in Zukunft national erfolgen wird.

Der fragmentierte europäische Aktienmarkt ist kein unlösbares Problem, sofern die Unternehmen verschiedene Finanzierungsstrategien verfolgen, von denen die Aktienausgabe nur eine von mehreren ist. Für ihre Refinanzierung zählt, dass die grenzüberschreitenden Kreditströme nicht behindert werden und die Kapitalbereitstellung nicht national beschränkt bleibt. Konzerne ergänzen ihre Kapitalbeschaffung oft um die WWU-weite Ausgabe von Unternehmensschuldscheinen. Letzteres korrespondiert mit dem großen Segment »Kreditmarkt für private Kredite« und ist mit dem positiven Effekt sinkender Kapitalkosten verbunden. Der europäische Kreditmarkt für private Kredite ist in zwei Teilmärkte/-segmente aufgespalten: Während das Teilsegment für Unternehmensschuldverschreibungen als weitgehend integriert gilt, ist das Teilsegment für Konsumenten- bzw. Hypothekenkredite noch überwiegend national organisiert. Zugleich ist der Markt für private Kredite größer als andere Teilmärkte: Während das Geldmenigenwachstum – und damit der Geldmarkt – sowie die Neuverschuldung – und damit der Markt für öffentliche Nettoschuld – wenige Prozentpunkte des Euro-land-BIP ausmachen, liegt die Sparquote der Eurozone deutlich darüber, nämlich bei einem Fünftel des BIP. Sie wird fast ausschließlich binnenwirtschaftlich investiert. Der wichtigste Transmissionsmechanismus ist dabei der Markt für Privatkredite in seinen Varianten, wie Unternehmensschuld und -beteiligung, Bank- oder Hypothekenkredit.

Unterschiede in der Bankenregulierung und den makroökonomischen Konditionen sowie in der Kreditkultur, insbesondere der Mitgliedsländer mit Hoch-

<sup>19</sup> Lieven Baele/Annalisa Ferrando/Peter Hördahl/Elizyiveta Krylova/Cyril Monnet, *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, Frankfurt a.M.: Europäische Zentralbank, April 2004 (Occasional paper Nr. 14), <[www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf)>.

<sup>20</sup> Das Kreditrating der WWU-Mitglieder rangiert im A-Bereich, wobei mit Ausnahme Belgiens, Italiens, Portugals und Griechenlands alle die höchste Bonität genießen (vgl. European Commission, DG EcFin, *Quarterly Note on the Euro-Denominated Bond Markets*, Nr. 87: April–Juni 2005, <[http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/bond\\_markets/2005/bondq0205\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/bond_markets/2005/bondq0205_en.pdf)>, Tab. 1).

zinstraditionen, ziehen je nach Land unterschiedliche Kreditstrukturen nach sich. Während in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden Hypothekenkredite mit Festzins überwiegen, stellen sie in Spanien und teilweise auch in Italien eher eine Ausnahme dar. In Frankreich und Italien sind die Laufzeiten aber meist deutlich kürzer als in Spanien und erst recht als in Deutschland und den Niederlanden.<sup>21</sup> Unterschiedliche Kreditstrukturen wären kein Problem, wenn sie nicht nach Ländern, sondern nach Sektoren und Branchen sowie nach Schuldnern auftreten würden.

Aus den national divergierende Rahmenbedingungen ergeben sich unterschiedliche Verläufe der Kreditzyklen, die wiederum Auswirkungen auf das Wachstum der Mitgliedsländer haben können. Deutschland mit seiner schleppenden Binnennachfrage auf der einen Seite und die Kohäsionsländer Irland und Spanien auf der anderen Seite sind aktuell die Extrempole. Generell gilt, dass Kreditexpansion und Vermögenseffekte bei Immobilien eng korrelieren. Bekanntlich bewirkten die sinkenden Kreditzinsen im Zuge der Einhaltung der Maastricht-Konvergenzkriterien eine Nachfragebelebung auf dem Wohnungsmarkt in Spanien, Irland, Griechenland und anderen Ländern wie Frankreich. In Deutschland dagegen verharteten die Immobilienpreise seit dem vereinigungsbedingten kurzzeitigen Bauboom real auf dem Niveau der neunziger Jahre; ähnliches gilt auch für Österreich.

Daraus kann geschlossen werden, dass nationale Eigenheiten weiterhin die Konvergenz des integrierten Finanzmarktes innerhalb der WWU prägen. Das trifft insbesondere auf das wichtige Marktsegment für Hypothekenkredite zu: Je nach Land und Tradition existieren verschiedene Muster der Kreditverfügbarkeit für Haushalte. Nationale Spezifika erklären auch die unterschiedlichen Gepflogenheiten im Hinblick auf die Tilgungsfrist, die gegenwärtig ein Nord-Süd-Gefälle aufweisen. Die in den Mitgliedsländern bestehenden Unterschiede im Verschuldungsgrad der privaten Haushalte durch Hypotheken können aber auch fiskalpolitische Ursachen haben: dazu gehören die steuerliche Absetzbarkeit von Zinsleistungen und die Besteuerung von Kapitalerträgen aus dem Immobilienvermögen, aber auch die Grenzsteuersätze, die die Attraktivität der Absetzbarkeit von Hypothekenzinsen beeinflussen.<sup>22</sup> Mit der WWU-Osterweiterung dürfte

noch eine Ostkomponente des Gefälles hinzukommen. In den Beitrittsländern ist nicht eine 25- bis 30jährige Kreditlaufzeit typisch, sondern eine Laufzeit von 15 Jahren, ähnlich wie in den südeuropäischen Ländern.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass sich der Finanzmarkt des gemeinsamen Währungsgebiets noch eine Reihe struktureller Unterschiede aufweist. Damit hängt zusammen, dass die Kreditzyklen – gemessen an der Entwicklung der Realzinsen – in den einzelnen Ländern noch asynchron verlaufen und sich so der zentralen Steuerung der Europäischen Zentralbank entziehen.

<sup>21</sup> Vgl. Artus, *Has the Euro Been a Success?* [wie Fn. 14], S. 7.

<sup>22</sup> EZB, *Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet*, Monatsbericht Februar 2006, S. 73.

## Der Euro im Praxistest: Realer Wechselkurs, Realzins und China-Schock in der Wirtschafts- und Währungsunion

Eine funktionierende Wirtschafts- und Währungsunion muss die Kriterien eines integralen Währungsraums erfüllen. Die Fähigkeit der Eurozone, exogene Schocks effizient aufzufangen, kann anhand der Entwicklung der realen Wechselkurse und Realzinsen überprüft werden. Unter den Bedingungen der gemeinsamen Währung müssen nämlich Veränderungen des realen Wechselkurses die Anpassungsfunktion der nominalen Ab- und Aufwertung wirkungsvoll übernehmen.

Mit der unwiderruflichen Wechselkursbindung ab 1999 setzte innerhalb der EU-12 ein Prozess der ökonomischen Neuordnung ein, in dem die einzelnen Volkswirtschaften auf der Basis der national unterschiedlichen Entwicklung des Preisniveaus um ihre relative Wettbewerbsposition konkurrierten: Dabei gilt, dass sich Wettbewerber mit Kosten- und damit Preisvorteilen die gemeinsame Währung zunutze machen, um sich auf Kosten der Partner mit Preisnachteilen im Euroraum besser zu positionieren. Zu Beginn der neunziger Jahre zeichnete sich in der EU eine Tendenz zur Angleichung der Inflationsraten in den Mitgliedsländern ab, ohne dass die bestehenden Inflationsdifferenziale ganz eliminiert worden wären. Seit dem Start der gemeinsamen Währung 1999 verfestigte sich nämlich die Inflationsdivergenz.<sup>23</sup> Am geringsten ist der Preisauftrieb in Deutschland, wo er nur knapp die Hälfte des WWU-Durchschnitts beträgt, gefolgt von Frankreich mit Inflationsraten ebenfalls deutlich unter dem WWU-Mittel. Dagegen war im Zeitraum 1995 bis 2004 der Preisauftrieb in Italien, Spanien und bei einigen kleineren Partnern spürbar größer: In Griechenland betrug die Inflationsrate in dieser Periode das 2,63fache, in Irland rund das Doppelte des EU-12-Durchschnitts (siehe Tabelle 3).

Auch die Lohn- und Produktivitätsentwicklung in der EU-12 verlief in den letzten Jahren sehr unterschiedlich, mit dem Ergebnis, dass die Lohnstückkosten von Land zu Land im Trend abweichen: Innerhalb der Eurogruppe hat die Wettbewerbsfähigkeit

**Tabelle 3**

**Inflationsindex nach Ländern,  
Durchschnitt der Jahre 1995–2004,  
EU-12 = 100**

Deutschland	48
Frankreich	76
Italien	155
Spanien	189
Irland	211
Griechenland	263

Auf Basis BIP-Deflator.

Quelle: European Commission, DG EcFin, *European Economy*, Nr. 4/2004, Statistical Annex, Tabelle 24.

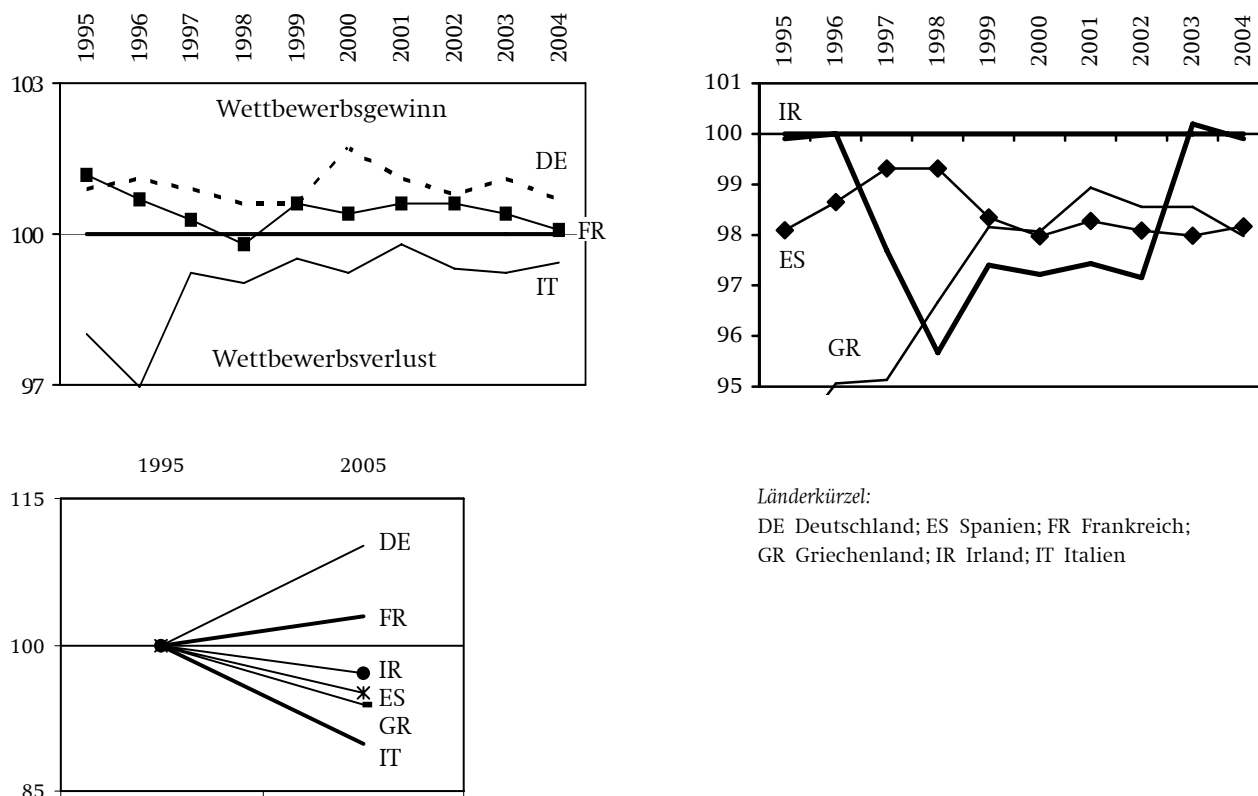
Deutschlands, Irlands und Österreichs zugenommen; in Frankreich und Finnland ist sie in etwa konstant geblieben, während sie in den Niederlanden gefallen ist. Die Unterschiede in der Preisentwicklung (in verschiedenen Abgrenzungen) haben unter den Bedingungen der Einheitswährung eine reale Abwertung in Deutschland und Frankreich, aber eine reale Aufwertung in Italien, Spanien und anderen Ländern zur Folge gehabt. Die verbesserte Wettbewerbsposition löste in Deutschland einen Exportboom aus – populär ausgedrückt im Schlagwort »Exportweltmeister« – und bis zum Jahr 2003 teilweise auch in Frankreich. Die früher erfolgreiche italienische Exportwirtschaft büßte dagegen Marktanteile in der EU und auch weltweit ein, während sich die spanischen Leistungsbilanzsalden dramatisch verschlechterten. Bezeichnen- derweise hat sich die relative Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit Italiens, Spaniens und Griechenlands nach der Euro-Einführung deutlich verlangsamt; in Irland ist dagegen kaum ein negativer Euro-Effekt zu beobachten.

Die drückenden Probleme der italienischen Wirtschaft werden auf den asymmetrischen China-Schock zurückgeführt. Die italienischen Anbieter sind sowohl auf dem Welt- wie auf dem italienischen Markt insbesondere mit der chinesischen Exportexpansion konfrontiert. Infolgedessen kommt es zu einem Auseinanderdriften von tatsächlicher und möglicher Wirtschaftsleistung – die Potentiallücke wird größer.

<sup>23</sup> Die ungewichtete Standardabweichung der Preisentwicklung nach elf Ländern (ohne Luxemburg) betrug 1997–2000, 2001, 2002, 2003 und 2004 jeweils 6,3, 5,2, 5,7, 5,6 und 6,1.

Graphik 6

Wettbewerbsindizes der großen (links) und anderer WWU-Ökonomien (rechts) auf Basis BIP-Deflator;  
auf Basis Lohnstückkosten (unten) ab 1995



\* Wettbewerbsindex auf Basis BIP-Deflator: relativ zu EU-12; auf Basis Lohnstückkosten: relativ zu 22 Industrieländern; Wechselkursbindung ab 1995 angenommen.

Quelle: European Commission, DG, EcFin, *European Economy*, Nr. 4/2004, Annex, Tabelle 24; Nr. 6/2004, Tabelle 35.

Da auf der Makroebene eine kompensierende Reaktion der Europäischen Zentralbank ausbleibt, wirkt sich das auf die Wirtschaftsleistung aus, die seit 2001 nur halb so stark wächst wie in der Eurozone insgesamt. In Italien steigt die Arbeitslosigkeit wieder an; zudem meldet der bereits weit über der Maastricht-Grenze verschuldete italienische Staat zusätzliche Defizite.

Während in anderen Teilen der WWU der Exportsektor erstarkt, leidet er in Italien unter einer Dauerchwäche. Eine wichtige Ursache dafür ist die italienische Industriestruktur, die von kleinen Familienunternehmen dominiert wird. Noch bis vor zehn Jahren war dies von Vorteil, da solche Betriebe den Kostendruck durch flexible und längere Arbeitszeiten sowie schnelle Nischenneubesetzung gut auffangen konnten. Seit aber China, Osteuropa und Indien massiv auf den Weltmarkt drängen, können diese relativ wenig produktiven und innovativen Unter-

nehmen mit der Billigkonkurrenz nicht mithalten. Auch die wenigen verbliebenen Großkonzerne des Landes verlieren Marktanteile aufgrund einer Kombination aus gestiegenen Löhnen und fallender Produktivität im verarbeitenden Sektor, die die Wettbewerbsposition der Wirtschaft untergraben. Wie in Deutschland stagniert auch in Italien die Binnennachfrage. Allerdings ist die Anpassungsreaktion hier antizyklisch: Bei Nachfrageausfall müssten eigentlich die Reallöhne sinken, was die Konkurrenzfähigkeit des Exportsektors erhöhen würde. Durch die dann anziehende Exportnachfrage würde auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zum Gleichgewicht zurückfinden, mit positiven Effekten für Wachstum und Beschäftigung. Tatsächlich hat in Italien aber während der Schwächephase die Wettbewerbsfähigkeit der verarbeitenden Industrie abgenommen: Im Zeitraum 2000–2004 stiegen die Lohnstückkosten in diesem Sek-

tor um bis zu 20 Prozent, während sie in Deutschland und Frankreich weitgehend unverändert blieben.<sup>24</sup>

Neben den realen Wechselkursen nahmen auch die Sätze der Realzinsen in den einzelnen Teilnehmerländern eine divergierende Entwicklung. Die oben beschriebenen Kosten- bzw. Preisrelationen nach Ländern ziehen unter den Bedingungen eines einheitlichen nominalen Leitzinses national und regional abweichende Realzinsniveaus nach sich, die wiederum das Wachstum in den einzelnen Volkswirtschaften und Regionen begünstigen oder dämpfen. Schleppende gesamtwirtschaftliche Nachfrage schlägt sich meist in unterdurchschnittlichen Inflationsraten nieder; schnelles Wirtschaftswachstum hingegen führt in der Regel zu einem überdurchschnittlichen Preisniveau. Die WWU-weit geringste Inflationsrate in Deutschland im Zeitraum 1995 und 2005 bedingte hierzulande das höchste Realzinsniveau in der gesamten Wirtschafts- und Währungsunion; umgekehrt verhält es sich mit Spanien und Irland, wo die Realzinsen sogar negativ sind. Die Unterschiede im Inflationsumfeld – unter den Bedingungen konvergierender Sätze der Nominalzinsen in der WWU – bevorteilen Kreditnehmer in Ländern mit höheren Inflationsraten gegenüber den Niedriginflationsökonomien: Sie bekommen Kredite zu einem ähnlichen Nominalzins, bedienen ihn aber zu geringeren realen Kosten. Das erklärt zu einem Großteil den jüngsten Bauboom in Spanien und auch die erfolgreiche Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes in Irland. Umgekehrt ist aus der Sicht der Kreditnehmer in Ländern mit niedrigen Inflationsraten die einheitliche Geldpolitik der Notenbank zu straff. Das ist kein besonderes Problem, wenn kleine Volkswirtschaften davon betroffen sind – sie können mit der Rolle der »Großen« als Konjunkturlokomotive rechnen. In der EU-12 leiden aber gerade die drei großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien unter einer Nachfrageschwäche. Das hat wiederum Folgen für die geldpolitischen Weichenstellungen der Europäischen Zentralbank: Weil permanent eine Potentiallücke besteht, korrigiert die Zentralbank ihre Wachstums- und Inflationsziele für die Eurozone nach unten, wodurch die nachfragewirksame Geldmengenausweitung abgebremst wird. Mit der Zeit stabilisiert sich dabei die Arbeitslosigkeit

auf hohem Niveau und die Potentiallücke schließt sich.<sup>25</sup>

Makroökonomisch bleibt hierbei die Frage offen, warum der expandierende Exportsektor in den beiden Kernländern Frankreich und insbesondere Deutschland nicht als volkswirtschaftliche »Konjunkturlokomotive« wirksam wird. So sind die deutschen Exporte in den letzten Jahren immerhin um rund 50 Prozent gestiegen, ohne dass das gesamte Wirtschaftswachstum sichtbar davon profitiert hätte. Diese Frage stellt sich besonders dringlich angesichts der weitverbreiteten Auffassung, die Großen der EU-12 litten an einer schwachen Gesamtnachfrage, die auf den Wege von Mehrausgaben – beispielsweise durch eine weiter gefasste Auslegung des Stabilitäts- und Wachstumspakts – belebt werden könne.

Allerdings ist nicht klar, warum *deficit spending* eine bessere Initialzündung für mehr Wachstum sein sollte als eine starke Exportnachfrage. Ein Vergleich der Größenordnungen spricht für die These, dass von den Exporten bereits genügend starke Wachstumsimpulse kommen: Der deutsche Nettoexport liegt aktuell bei über vier Prozent des BIP, während er noch bis 2000 negativ war. Umgekehrt hat sich seit 2000 das positive Haushaltssaldo ohne einen spürbaren Wachstumseffekt ins Negative entwickelt; das *deficit spending* blieb für das Wachstum wirkungslos. Was früher in vielen westeuropäischen Ländern ein funktionierendes Standardmodell war – ein exportbasiertes Wachstum –, stößt gegenwärtig an Grenzen. Damals reinvestierten die Exportunternehmen ihre Gewinne überwiegend innerhalb der Binnenwirtschaft und sicherten hier Arbeitsplätze; die Konsumnachfrage der Arbeiter belebte wiederum das binnenwirtschaftliche Wachstum, was auch auf die europäischen Partnerökonomien belebend wirkte.

Inzwischen haben sich die Rahmenbedingungen geändert: Investitionen insbesondere im Ausland sind rentabler geworden, Outsourcing ist durch die Globalisierung weltweit möglich und die Exportgewinne

24 Vgl. International Monetary Fund, *Italy: Selected Issues*, Washington, D.C., Februar 2006 (IMF Country Report Nr. 6/59), <[www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr0659.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr0659.pdf)>, S. 10.

25 Die Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment/ Non Accelerating Wage Rate of Unemployment (NAIRU/ NAWRU) dürfte in den langsam wachsenden Volkswirtschaften der WWU mittlerweile nahe bei der aktuellen Arbeitslosenrate liegen; beispielsweise besteht kaum ein Inflationsdifferential zu den dynamischen Industrieländern (zu Schätzungen vgl. Maria Antoinette Dimitz, *Output Gaps and Technological Progress in European Monetary Union*, Helsinki: Bank of Finland Research Department, 2001 [Discussion Paper 20/2001], S. 17).



spielen geldpolitisch keine große Rolle mehr.<sup>26</sup> Die Bedeutung der Realzinsen hingegen ist angesichts einer einheitlichen Geldpolitik im Euroraum stark gewachsen. Die im europäischen Vergleich hohen deutschen Realzinsen wirken auf Investoren abschreckend, so dass der Kapitalexport aus Deutschland zu- genommen hat. Spiegelbildlich zum Saldo der Leistungsbilanz hat er sich seit 2000 vervierfacht, mit dem Ergebnis, dass von der Investitionsnachfrage nur noch geringe Wachstumsimpulse ausgehen. Die belebende Wirkung des gesunden Exportsektors auf den schwachen Binnensektor bleibt wegen geringer Standortattraktivität aus, was auf strukturelle Probleme hinweist und deshalb gegen budgetäre Mehrausgaben als wachstumspolitisches Mittel spricht.

In der Vergangenheit waren die Realzinsen in den europäischen Ländern ebenfalls uneinheitlich. Deutschland galt lange Zeit als relatives Hochzinsland, zu dem die Ökonomien mit großen Preissteigerungsraten wie Griechenland und Italien deutliche Zinsdifferenziale aufwiesen (Tabelle 4). Allerdings ergaben

**Tabelle 4**  
**Durchschnittliche Realzinssätze\* in der EU-15**  
**1971–2004, in Prozent (aufsteigend sortiert)**

Griechenland	–1,9	Schweden	2,8
Italien	2,2	Frankreich	3,4
Irland	2,4	Österreich	3,6
Großbritannien	2,8	Deutschland	3,8
Luxemburg	2,8	Belgien	3,9

\* Schuldscheine der jeweiligen Zentralregierung mit einer Laufzeit ab drei Jahre.

Quelle: EU-Kommission, DG, EcFin, *European Economy*, Nr. 6/2004, Tabellen 24, 50.

sich die niedrigen Realzinsen in diesen Ländern gerade aus der Fragmentierung der europäischen Kapitalmärkte, die heute weitgehend überwunden ist. Bekanntlich wurden ungehinderte grenzüberschreitende Kapitalbewegungen in der EU erst ab 1990 möglich. Das erschwerte eine wirksame Zinsarbitrage und machte die Regierungen in Athen und Rom zu Monopolanbietern von Anlagepapieren. Ihre Kreditschuld konnten sie später zum Teil durch hohe Inflationsraten entwerten. Dagegen genoss Deutschland in den siebziger und achtziger Jahren einen Stabilitätsbonus und galt wegen der berechenbaren Geldpolitik der

Bundesbank als ausgezeichneter Investitionsstandort. Mit der Schaffung der WWU ging dieser Vorteil verloren, da die Europäische Zentralbank heute auch für jene Länder zuständig ist, die sich früher durch eine geringere Geldwertstabilität auszeichneten.

Die Besonderheiten der WWU, die nicht einen Nationalstaat als politische, sprachliche und kulturelle Grundlage hat, schließt Ad-hoc-Korrekturen für solche Divergenzen aus, wie das Beispiel des Stabilitäts- und Wachstumspakts zeigt: Im gemeinsamen Währungsraum sind einem fiskalpolitischen Alleingang eines von Wachstumsschwäche betroffenen Landes entweder durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt selbst oder durch Gegensteuern seitens der Europäischen Zentralbank Grenzen gesetzt. Im Unterschied zu den USA sind Anpassungsreaktionen durch grenzüberschreitende Migration der Faktoren in der WWU nur bedingt effektiv. Wie bereits aufgezeigt, findet internationale Arbeitsmobilität hier nur marginal statt. Auch der WWU-Kapitalmarkt ist noch nicht vollständig integriert. Damit verbleiben nur noch wirtschaftspolitische Aktionen auf nationaler Ebene als Steuerungsinstrument. Allerdings erscheinen manche Versuche, durch einzelstaatliche Eingriffe »von oben« Entlastung herbeizuführen, ebenfalls fragwürdig, wie beispielsweise die wiederholte Forderung nach höheren Lohnabschlüssen, um Deflationstendenzen entgegenzuwirken und die Nachfrage zu beleben. Voraussichtlich würde nach solchen Maßnahmen wegen steigender Arbeitslosigkeit die Gesamtnachfrage weiter schrumpfen.

<sup>26</sup> Noch bis vor wenigen Jahren erfolgte die Geldmengenerweiterung in der Bundesrepublik über Devisenzukauf und weniger über Diskontkredit.

## Schlussbemerkungen: Eine andere Geldpolitik oder Strukturwandel durch Reformen

Die Wirtschafts- und Währungsunion entstand aus dem europapolitischen Grundsatzbeschluss, mit den »vier EG-Freiheiten« eine verstärkte wirtschaftliche Integration der EU zu erreichen und die Wechselkurschwankungen der beteiligten Währungen untereinander zu eliminieren. Die Tatsache, dass die zwölf Teilnehmerländer derzeit keinen wirklich integralen Währungsraum bilden, wurde außer Acht gelassen. Entsprechend haben sich die in den Euro gesetzten Hoffnungen auf BIP-Dynamisierung, Abbau der Arbeitslosigkeit und Haushaltskonsolidierung bislang nicht erfüllt. In den sieben Jahren seit Schaffung der Eurozone zeigte sich die Europäische Zentralbank relativ machtlos und verglichen mit der US-Notenbank Fed war sie auch relativ inaktiv. Gleichzeitig ruft die straffe EZB-Geldpolitik à la Bundesbank immer lautere Kritik hervor. Hauptsächlich wird die Politik des knappen Geldes kritisiert, die früher gut für Deutschland und damit meist auch für den Rest der EU gut gewesen sei, sich gegenwärtig aber kontraproduktiv auswirke: Die Fixierung der EZB auf das Inflationsziel von nicht einmal zwei Prozent würde die Binnennachfrage nicht stützen und so das Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen behindern.

Wegen der strukturellen Heterogenität der WWU verteilen sich die Gewinne und Verluste aus dem Euro ungleichmäßig auf die Teilnehmer. Zu den Verlierern der gemeinsamen Währung werden in der Regel die großen WWU-Volkswirtschaften Italien, Frankreich und Deutschland gezählt. Italiens Bilanz ist jedoch nicht eindeutig: Rom hat teilweise profitiert, da es seinen Schuldendienst verbilligen konnte. Die kleinen dynamischen Ökonomien Irlands und Finnlands sind zu den klaren Gewinnern zu zählen: Irlands Handel, der dicht mit Großbritannien verflochten ist, hat von der realen Aufwertung des britischen Pfunds ab 1999 profitiert. Finnlands Handel wird hauptsächlich mit dem Rest der Wirtschafts- und Währungsunion abgewickelt und wurde besonders durch die Eliminierung der Wechselkursschwankungen begünstigt. Allerdings konnte Finnland seine hohe strukturelle Arbeitslosigkeit bislang nicht signifikant abbauen. Auch andere Teilnehmerländer melden eine gemischte Bilanz: Griechenland, Portugal und die mittelgroße Ökonomie Spaniens haben vom WWU-weiten An-

gleichen des Zinsniveaus Nutzen gezogen. Teilweise waren sie aber nicht in der Lage, den Verlust der nationalen Geldpolitik durch realwirtschaftliche Anpassungsinstrumente zu kompensieren. So leidet Portugal an einer Wachstumsschwäche, während Spanien eine dramatische Verschlechterung seiner Leistungsbilanz erlebt, ohne bislang gegengesteuert zu haben. Belgien, die Niederlande und Österreich haben angesichts des Stabilitäts- und Wachstumspakts strikte Haushaltsdisziplin praktiziert, dafür aber im Gegenzug Wachstumseinbußen hinnehmen müssen, was sich in der Ausweitung ihrer Potentiallücke ausdrückt.

Die Kritik an den Auswirkungen der Euro-Einführung geht zwar in verschiedene Richtungen. Das Gros der Korrekturvorschläge visiert aber eine Änderung der bisherigen EZB-Geldpolitik an, die der Situation der wachstumsschwachen »Großen« Rechnung tragen soll. Dabei geht es insbesondere um die Option einer gelockerten Geldversorgung.

Abgesehen von der Gefahr eines weichen Euro sind diese Vorschläge vor allem aus zwei Gründen problematisch:

*Erstens* würde eine Politik des »leichten Geldes« den Ländern mit relativ hohen Realzinssätzen wie Deutschland, Frankreich und den Niederlanden wenig helfen, es sei denn, sie würde asymmetrisch in der gesamten Eurozone wirken. Das wäre aber nur der Fall, wenn die zusätzliche Geldmenge ausschließlich in die Niedriginflationen fließt, denn dann würde die Inflationsrate in diesen Ländern autonom steigen und so das Zinsdifferential zum Rest der WWU beseitigen. Eine solche Entwicklung ist jedoch nicht sehr wahrscheinlich. Viel eher ist eine symmetrische Verteilung der neu geschöpften Geldmenge über die gesamte WWU zu erwarten. Der Effekt wäre eine proportionale Inflationsbeschleunigung mit Beibehaltung der realen Zinsniveauunterschiede. Der Vorstellung, »ein wenig« Inflation könne hilfreich sein, muss jedoch entschieden widersprochen werden: Haben sich Inflationserwartungen erst einmal verfestigt, würden fallende Preise steigende Reallöhne nach sich ziehen, was die realen Unternehmensgewinne sinken ließe. Die Folgen wären wachsende Unterbeschäftigung, nur verhaltenes Wachstum und eine verzögerte

Sanierung der öffentlichen Haushalte. Damit wäre eine Umsetzung der Lissabon-Strategie kaum noch möglich.

Zweitens liefe der Ruf nach einem Paradigmenwechsel der EZB-Politik – weg vom Inflationsziel, hin zum Wachstumsziel – auf einen regionalorientierten Entscheidungsmechanismus bei der Gestaltung der gemeinsamen Geldpolitik hinaus. Es könnte dabei zu Situationen kommen, in denen Entscheidungen von vornherein durch Interessenkollision blockiert wären. Gegenwärtig ist das noch nicht der Fall, ganz im Gegenteil: Weil zwischen den beiden größten WWU-Volkswirtschaften Deutschland und Frankreich eine Zyklussynchronisation vorliegt, erscheint der Ruf nach einer Geldpolitik zu ihren Gunsten plausibel, zumal davon letztlich die gesamte Wirtschafts- und Währungsunion profitieren würde. Das muss aber nicht immer so bleiben: Exogene Schocks können auch eine Abkoppelung der beiden Zyklusverläufe bewirken. Dann könnte es beispielsweise zu einer Zyklusangleichung kommen, zwischen Deutschland, Spanien und den Niederlanden (rund 50 Prozent des WWU-BIP) einerseits und Frankreich, Italien und den restlichen Ländern (ebenfalls etwa 50 Prozent der WWU-Wirtschaft) andererseits. Das daraus folgende Dilemma wäre eine »lose-lose«-Situation für die Europäische Zentralbank und die Eurozone als Ganzes. Außerdem werden in absehbarer Zeit mehr als zwanzig Länder der WWU angehören; die dabei zwangsläufig entstehenden Interessenkonstellationen würden dann die Handlungsfähigkeit einer regionalorientierten Geldpolitik hoffnungslos blockieren.

Die Kritik an der EZB-Politik des knappen Geldes stützt sich oft auf das Deflationsargument: Demnach löse diese Politik nationale Anpassungsreaktionen über Kosten- und Preissenkung auf breiter Front aus. Dies sei jedoch kontraproduktiv, weil andere rezessionsgeplagte Länder rasch merken, dass sich ein Partner durch reale Lohnniveausenkung Wettbewerbsvorteile verschafft. Wegen der gemeinsamen Rahmenbedingungen – einheitliche Geldpolitik, uniforme Fiskalpolitik und ähnlich großer Staatsquoten – sehen sie sich dann zur Nachahmung gezwungen, um ihre Wettbewerbsposition zu halten. Dadurch könnte ein Deflationswettbewerb zustande kommen, an dessen Ende alle Beteiligten schlechter dastehen.

In der Tat ist diese Art der Krisenbewältigung nicht rational, allerdings ist sie auch relativ unwahrscheinlich. Zum einen ist der Trend zur Lohnmoderation zwecks Verbesserung der Wettbewerbssituation der Unternehmen nicht unumkehrbar. Im Gegenteil:

Gerade in den erfolgreichen Sektoren wie dem Exportsektor können die Löhne wieder anziehen und dadurch die Deflationsgefahr bannen. Zum anderen ist weder theoretisch noch empirisch belegbar, dass das Überleben am Markt allein über Kosten-, das heißt vor allem Lohnkürzungen funktioniert. Viel wichtiger ist die Schaffung neuer Spezialisierungsmuster, bei denen Unternehmen durch Innovation bestimmte Produktionen aufgeben und an ihrer Stelle neue aufnehmen können. Damit steigen sie auf der »Leiter des ökonomischen Fortschritts« eine Stufe höher, während andere, kostengünstigere Anbieter die bislang von ihnen besetzten Felder übernehmen. Später werden diese ihrerseits eine Stufe höher steigen, um wiederum nachrückenden Herstellern Platz zu machen, und so weiter. Damit ist auch das Argument widerlegt, man könne doch nicht rumänische oder chinesische Löhne in Westeuropa wollen. Auch die verbreitete Angst vor der Volksrepublik China als unschlagbarer Billigkonkurrenz entbehrt jeglicher ökonomischen Grundlage. Schließlich ist bereits seit 200 Jahren bekannt, dass keine Volkswirtschaft, die internationalen Handel treibt, alles anbieten kann, auch die »Werkstatt der Welt« China nicht.

Deshalb ist die Bekämpfung angeblicher Deflationsgefahren durch aktionistische Geldpolitik nicht ratsam. Bessere Aussichten auf Erfolg hat eine Kombination aus inflationsfreier Geldversorgung und effektiven Anpassungsreaktionen im güterwirtschaftlichen Sektor, vor allem bei den Arbeitskosten. Auch hier gilt, dass die Nachfrageschwäche nicht flächendeckend, sondern sektoral oder zweigbezogen auftritt. Wie bereits erwähnt wurde, hat der deutsche Export seit der WWU-Schaffung massiv zugenommen. In diesem Sektor müssen die Löhne also nicht sinken, sondern können in Abhängigkeit von der Produktivitätssituation mehr oder weniger schnell steigen. Die Löhne werden insbesondere dann nach oben tendieren und antideflationär wirken, wenn das Arbeitskräfteangebot im Exportsektor knapp wird.

In den Kernländern der WWU (Deutschland, Italien) hat der Import zugenommen, was auf eine Belebung der Nachfrage nach Gütern des verarbeitenden Gewerbes hinweist. Verhalten bleibt dagegen die Nachfrage nach Dienstleistungen, also nach nichthandelbaren Gütern. Da in einer Marktwirtschaft stets ein Gleichgewicht zwischen Preisen, Angebot und Nachfrage besteht, ist das Preisniveau für Industriewaren offensichtlich im Lot. Dagegen sind die Preise der meisten angebotenen Dienstleistungen, also die Löhne für ihre Herstellung, offensichtlich zu hoch. Hier würde eine

flexiblere Lohnfindung einschließlich flexibler Arbeitszeitgestaltung hilfreich sein, was aber keine breite Lohnniveausenkung bedeuten müsste. Da sich einige Branchen besser entwickeln als andere, wäre eine Feinsteuerung der Lohnhöhe in Form von Tarifabschlüssen auf Betriebsebene (wie es in Großbritannien und Irland Tradition ist) ökonomisch vorteilhaft. Sektorale Lohnanpassung nach unten, gepaart mit sektoralen Lohnsteigerungen in den florierenden Industrien wäre die Folge, ohne dass es zum flächendeckenden Preisverfall in der gesamten Eurozone kommen müsste. Diese produktivitätsgesteuerte Flexibilität würde ihrerseits die Geldpolitik wirksam unterstützen, da die in manchen Euro-Ländern gängigen Indexklauseln in Tarifverträgen zum Beispiel zur Dauerhaftigkeit von Inflationsdifferenzialen beitragen. Flexible Arbeitsmärkte würden den Beharrungstendenzen der Inflation in diesen Ländern entgegenwirken und die WWU-weite Geldpolitik der Europäischen Zentralbank effektiver machen.<sup>27</sup>

Ein wesentlicher Effekt der Euro-Einführung ist, dass sich die arbeitsteiligen Muster und mit ihnen die sektorale und regionale Spezialisierung in der WWU neu gestalten. Ähnlich einer nationalen Volkswirtschaft zeichnet sich die gesamte Volkswirtschaft der Eurozone durch eine technologisch bedingte Arbeitsteilung aus. Dabei erzwingt die gemeinsame Währung einen Wandel der Sektoral- und Erzeugnisstruktur, die sich von den entsprechenden Strukturen in den Ländern vor der Euro-Einführung unterscheidet und mit Anpassungsreaktionen verbunden ist. Zwar ändern sich auch in Nicht-WWU-Ökonomien die Spezialisierungsmuster, weil reale Produktivitätsfortschritte in einem am Welthandel teilnehmenden Land die Konkurrenz vom Markt verdrängt. Nur ist dieser Vorgang beispielsweise durch eine eigenständige Wechselkurspolitik abgemildert: Der Wettbewerbsverlust kann im betreffenden Land über eine nominale Abwertung erst einmal kompensiert werden; langfristig wird sich jedoch der konkurrenzfähigere Anbieter in jedem Fall durchsetzen.

Innerhalb der WWU sind, wie in einer Einzelvolkswirtschaft, die Anpassungszeiträume dagegen kürzer, weil der Kostenwettbewerb nicht geldpolitisch manipulierbar ist. Als Ergebnis werden in der Eurozone nicht mehr konkurrenzfähige Unternehmen und in den einzelnen Ländern unter Umständen ganze Branchen vom Markt verschwinden. Wie zuvor in

einer nationalen Ökonomie stehen die frei gewordenen Ressourcen – das Kapital und die Arbeitskräfte – neuen allokativen Verwendungsmöglichkeiten zur Verfügung. Nur ist der sektorale Strukturwandel in der Wirtschafts- und Währungsunion oft länderübergreifend. Da die gemeinsame Geldpolitik dem betroffenen Land nicht gezielt helfen kann, verlegt sich der Anpassungsschwerpunkt auf die Faktormobilität: Die Arbeitskräfte müssten grenzüberschreitend wandern und Kapital müsste schnell und ungehindert WWU-weit mobil sein. Diese Bedingungen sind aber, wie bereits erläutert, in der Eurozone aufgrund ihrer Spezifik als Gemeinschaft von nationalen Volkswirtschaften nur teilweise erfüllt. In der gegenwärtigen Phase langsamen Wachstums resultiert daraus Unzufriedenheit mit der WWU und mit der EU. Diese Problematik zeigt auch das Dilemma einer gemeinsamen Währung: Die Europäische Zentralbank kann monetär nicht zielgenau unterstützend eingreifen, der Strukturwandel setzt aber wegen des technologischen Fortschritts und der Globalisierung permanent eine hohe Anpassungsbereitschaft bei Unternehmen und Arbeitnehmern voraus.

Neue Spezialisierungsmuster gehen meist mit Produktivitätsfortschritten einher. Deshalb wird der Anteil der Beschäftigten im Sektor handelbarer Güter tendenziell abnehmen.

Dieser Trend begann in den WWU-Ländern vor mehr als hundert Jahren in der Landwirtschaft und setzte sich später in der Industrie fort. Gegenwärtig ist das Gros der Arbeitnehmer in der Eurozone bereits im weniger produktiven Dienstleistungssektor beschäftigt. Die Lohnfindung im Sektor der nichthandelbaren Güter orientiert sich in der Regel am Lohnniveau des verarbeitenden Gewerbes. Volkswirtschaftlich ist das unproblematisch, solange der Anteil der Beschäftigten in der Industrie deutlich überwiegt: So war in den sechziger, siebziger und noch in den achtziger Jahren der Lohnunterschied zwischen dem verarbeitenden und dem Dienstleistungsgewerbe im kontinentalen Westeuropa noch relativ gering, ohne Massenarbeitslosigkeit zu verursachen. Das war in den USA und den anderen angelsächsischen Ländern mit ihrem grobmaschigen sozialen Netz zunächst ähnlich, änderte sich aber in den letzten drei Jahrzehnten beträchtlich zugunsten der hoch qualifizierten und zuungunsten der wenig qualifizierten Arbeitnehmer; im Ergebnis konnten Wachstum und Beschäftigung im angelsächsischen Raum aufrechterhalten werden. In der Eurozone als Spiegelbild wurden die Lohndifferenziale der Vergangenheit zunächst beibehalten, hier ist in der

<sup>27</sup> »Vermögenspreisblasen und Geldpolitik«, in: EZB, *Monatsbericht April 2005*, S. 73.

Folge ein Anstieg der Arbeitslosigkeit festzustellen. Ihre Bekämpfung erfolgt jetzt von einem höheren Stand aus und folglich zu höheren Kosten. Allerdings ist nicht zu erwarten, dass die strukturellen Defizite in der Eurozone bald überwunden werden können. Die Wirtschafts- und Währungsunion ist daher als langfristige Baustelle zu sehen, die der Vertiefung der europäischen Idee dient.

## Abkürzungen

BIP	Bruttoinlandsprodukt
DG	Directorate General
ECB	European Central Bank
EcFin	Economic and Financial Affairs
EG	Europäische Gemeinschaft
EMU	European Monetary Union
EWS	Europäisches Währungssystem
EZB	Europäische Zentralbank
IWR	Integraler Währungsraum
NAIRU	Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment
NAWRU	Non Accelerating Wage Rate of Unemployment
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion